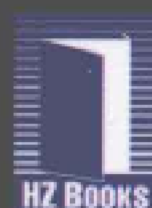
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国证监会前主席 周道炯
著名经济学家 巴曙松
美联储前主席 保罗·沃尔克
SEC前主席 亚瑟·李维特
联合推荐







DON'T COUNT ON IT

投资先锋

基金教父的资本市场沉思录

宋三江 屠炜颖 吴天雷 译

机构数据如何包装出了一个个投机的幻梦
监管缺失如何将美国带入空前的金融危机



机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





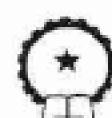
DON'T COUNT ON IT

Reflections on Investment Illusions, Capitalism, "Mutual" Funds, Indexing, Entrepreneurship, Idealism, and Heroes

投资先锋

基金教父的资本市场沉思录

[美] 约翰·博格（John C. Bogle）著
宋三江 屠炜颖 吴天雷 译



机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书
www.55188.com
理想藏书55188

John C. Bogle. Don't Count on It!: Reflections on Investment Illusions, Capitalism, "Mutual" Funds, Indexing, Entrepreneurship, Idealism, and Heroes.

Copyright © 2011 by John Wiley & Sons , Inc.

This translation published under license. Simplified Chinese translation copyright © 2012 by China Machine Press.

No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or any information storage and retrieval system, without permission, in writing, from the publisher.

All rights reserved.

本书中文简体字版由John Wiley & Sons公司授权机械工业出版社在全球独家出版发行。

未经出版者书面许可，不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

本书封底贴有John Wiley & Sons公司防伪标签，无标签者不得销售。

封底无防伪标均为盗版

版权所有，侵权必究

本书法律顾问　北京市展达律师事务所

本书版权登记号：图字：01-2010-7591

图书在版编目（CIP）数据

投资先锋：基金教父的资本市场沉思录（上下册）/（美）博格（Bogle, J. C.）著；宋三江，屠炜颖，吴天雷译. —北京：机械工业出版社，2012.5

书名原文：Don't Count on It!：Reflections on Investment Illusions, Capitalism, "Mutual" Funds, Indexing, Entrepreneurship, Idealism, and Heroes

ISBN 978-7-111-38117-4

Ⅰ. 投…　Ⅱ. ①博…　②宋…　③屠…　④吴…　Ⅲ. 基金－投资－研究　Ⅳ. F830.59

中国版本图书馆CIP数据核字（2012）第076222号

机械工业出版社（北京市西城区百万庄大街22号　邮政编码　100037）

责任编辑：宁　姗　　　　版式设计：刘永青

北京瑞德印刷有限公司印刷

2012年6月第1版第1次印刷

170mm × 242mm · 16.25印张

标准书号：ISBN 978-7-111-38117-4

定价：108.00元（上下册）

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换

客服热线：（010）68995261；88361066

购书热线：（010）68326294；88379649；68995259

投稿热线：（010）88379007

读者信箱：hzjg@hzbook.com

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上册内容导读

第一部分 投资错觉

第1章 别指望它！数字化误区
第2章 简单算术的无情规则
第3章 泄密的图表
第4章 一个至关重要的问题
第5章 认知本质的超能力

第二部分 “共同”基金弊端丛生

第6章 共同基金行业的重新共同化：阿尔法和欧米茄
第7章 事物的新秩序：把共同化重新带回“共同”基金
第8章 受托人原则：一臣不侍二主
第9章 共同基金在千禧年：基金董事和基金神话
第10章 “商业荣誉的高标准……公平公正的交易原则……与投资者的公平交易”

第三部分 指数基金大有裨益

第11章 投资管理的成功启示：我们可以从指数化投资中学到什么
第12章 指数基金从异端到教条，我们还需要知道什么
第13章 中流砥柱
第14章 趋同
译者简介

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

DON'T COUNT ON IT
推荐序一

让世界更加美好是我们最大的回报

2008年全球金融危机震波未平，近期爆发的欧美债务危机又让全球市场哀鸿一片，虽然能否引爆新一轮经济危机还有待时间去证明，但是近年来频繁爆发的各种危机足以让我们在飞速发展的道路上稍微暂停一下脚步，深思背后深层次的原因。

先锋基金创始人约翰·博格为我们提供了一种分析该问题的全新视野，在本书中他认为，修复危机最重要的是建立一个新的信用社会——机构资金管理者将客户的利益作为最优先的考虑。这虽然是最基础的信用原则，但在实践中许多金融企业已经与之背道而驰。在本书中，作者对这种传统价值观念的逐渐消亡表示非常担忧，现如今很多人都将金融体系的繁荣发展归结为金融创新，而忽略了最本质的“道德”根基，为此博格振聋发聩：“请不要忘记，从长期来看，任何一个国家的核心都不是权利，也不是金钱，而是那些价值观念，是它们在国家中的实践，使我们拥有了独立的人格；是坚持，是能屈能伸，是道德标准和美德让我们的国家变得伟大。让美国保持并加强全球地位和权力的不是美国在物质上的富裕，而是我们所拥有的品格、价值观和崇高道德。”

作者在强调只有道德才是治愈经济危机良方的同时，也警示金融服务机构不要忘记像《圣经》一样古老的受托原则——一臣不侍二主。现今美国融

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机构在公司治理、交易行为等方面，都没有像投资者所期待的那样尽责，他们关注的焦点从谨慎管理转向产品营销，从长期投资转向短期投机，希望募集更多的资金管理以便能获得更多的管理费，而这样牺牲的是投资者和委托人的利益。这种利益的冲突起源在于，他们忘记了应该服务于委托人。在本书中，博格希望金融机构，“为社会大众最大利益服务的决心远比仅仅获取自我财富的欲望更为重要”，从而建设一个更加坚固持久、更加公平的金融服务体系。

近些年来国内金融体系的发展也遇到瓶颈，本书中文版本的推出对于国内资本市场从业者而言颇具参考意义。例如国内共同基金行业如今面临着投资人信任危机，急迫需要进行一场深层次的改革。我国基金业实行管理人和托管人共同受托，管理人也就是基金管理公司雇请职业经理进行资产管理的模式，大股东往往为了自己的利益，不重视投资人的利益，甚至不尊重职业经理人的正确理念和基本贡献，这就在损害投资人以及职业经理人队伍的信心。要知道，没有投资人的利益就没有基金业，真正为广大投资人服务，才是整个行业的使命，也是其存在的理由。

18世纪亚当·斯密曾经说过：“让世界更加美好是我们最大的回报。”敬请各位从业者，不要忘记这一点。

原中国证券监督管理委员会主席

周道炯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

推荐序二

执著地怀疑市场，是为了坚守资产管理行业的信仰

如果不十分了解约翰·博格的读者，在读完他包括本书在内的一系列对基金和资产管理行业的尖锐批评之后，说不定还可能会认为这位基金行业的怀疑者和尖锐的批评者可能是基金界的一位资深“愤青”。而实际上，约翰·博格是知名的先锋共同基金集团（Vanguard Mutual Fund Group）的创始人，也是第一只指数型共同基金的建立者，说他是美国基金业的先驱者之一并不为过；先锋共同基金集团也是美国和全球规模最大的基金公司，其管理的资产是中国整个共同基金行业所有基金公司管理基金规模的数倍。约翰·博格的代表作《共同基金常识》是巴菲特最推崇的十本书之一，已经是基金界的经典著作之一，这本书在出版十周年之后，又由约翰·博格重新修订出版，我很高兴组织了这本十周年经典版本的中译本的翻译工作，该书充满了对基金行业的批评和怀疑，读者可以与本书很好地对照阅读。

这让我想起罗曼·罗兰的那句名言：

怀疑与信仰，两者都是必需的。怀疑能把昨天的信仰摧毁，替明天的信仰开路。

从本书中可以看出，约翰·博格作为美国基金行业的先驱者之一，始终以怀疑和批判的眼光，关注着美国基金行业的新变化，并提出自己的反思和批评，在这些批评和怀疑之后，可以从另外一个侧面看出约翰·博格对自己

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所理解和坚持的基金行业信仰的坚守。

约翰·博格所创立的先锋公司的徽标是一艘有三支桅杆的船，其出处是18世纪末影响了全球格局的纳尔逊海战，英国的先锋号及其海军战胜了一时风头正劲的拿破仑的主力舰队。从这个角度看，约翰·博格及其先锋集团，也通过对基金管理行业的反思，在一定程度上改变了美国基金业的格局和版图，同时也使得先锋集团一跃成为全球最大的资产管理公司。

在约翰·博格对基金行业的反思和批评之后，我们也可以看到他在市场面前的谦卑，这些看法在他不同时期的著作和看法中，基本上是一以贯之的，在很大程度上这种类似中国道家智慧的投资哲学，奠定了他投资哲学的底色。约翰·博格在基金行业的成功从另一个侧面印证了培根所说的一句话："凡过于把幸运之事归功于自己的聪明和智谋的人，结局多半是很不幸的"。

约翰·博格在本书以及《共同基金常识》等一系列著作中，在讨论资本市场的起起落落、宏观经济周期的波动等时，也呈现出"道法自然"的智慧，他常常把这些比喻为花园里的四季轮回：

在花园里，草木生长顺应季节，有春、夏，也有秋、冬，然后又是春、夏，只要它们的根基未受损伤，草木的一切都将恢复正常。

在进行公司的评估时，博格提出了十分简单的所谓"奥卡姆剃刀原则"，认为决定股市长期回报率的无非是三个变量：初始投资时刻的股息率、随后的盈利增长率、在投资期内市盈率的变化。他用这样简单的分析框架来分析一只股票以及一种股票产品的价值。

约翰·博格为了阐述自己的投资理念，也经常引用一个寻宝的故事：

古代波斯一位雄心勃勃的农夫为了寻宝而远离家乡，他一辈子孜孜以求的是希望找到价值连城的钻石宝矿，可惜一无所成，最后在一连串的打击之下绝望地投海自尽，死时囊中空空，远离家乡。

他家乡的房子也就转给了新的主人。这位细心的新主人认真勘测了解了后院的平原和丘陵，发现庄园的小溪中有不少晶莹剔透的颗粒，经过检测，原来这就是庄园的老主人万里漂泊所寻找的钻石。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这就是著名的戈尔康达钻石矿的来历。

约翰·博格在反复讲述这个故事时，他要反复提醒我们的，无非是要关注一直看起来平常的、就在身边的但是经历了市场检验的投资常识，钻石其实就在身边，就在市场中。

正因为这种简单清晰，诺贝尔经济学奖获得者保罗·萨缪尔森教授就说过："巴菲特不可能使你我成为沃伦·巴菲特，而约翰·博格却能……帮助我们中的任何一位成为一名精明的投资者。"

在一系列的各种演讲和著作中，约翰·博格反复证明，对于投资业绩来说，"均值回归"是必然的，即无论是什么类型的基金，其最终的回报必将回归到长期的平均水平。因而试图通过不同的投资风格、市值规模、股票价格、发行市场的选择以期获得超额回报，这在长期是徒劳的。约翰·博格尤其强调提醒投资者要注重成本对业绩的影响。无论是交易成本还是税收成本，都会使投资业绩受到明显削弱，保守估计积极管理型基金的各种成本将使投资回报率每年降低2%以上。基于不同的市场环境和市场的发展阶段，不少读者可能会对博格的"均值回归"不以为然，但是，我想强调的是，这本书在分析均值回归过程中所运用的一系列评估分析框架，本身对读者把握资本市场就很有参考价值。

在本书中，约翰·博格重点批判了一些所谓的流行投资观点，强调投资者要避免"投资错觉"。如历史收益率不能代表未来收益，股票市场收益率不等同于基金收益率，更不是投资者所获得的真实收益率，基于短期市场波动的投机收益长期来看都难免出现"均值回归"，美国资产管理部门的成本最高时曾经吞噬了其总收益的1/3，美国金融市场上的复杂衍生品会让购买者受损并可能导致系统性风险。作者运用翔实的数据和雄辩的史实，逐一论证这些看似简单却常常被市场忽略或者误读的观点。

约翰·博格还批判了美国基金业的各种弊病。例如，目前盛行美国的基金管理公司模式恶化了"委托–代理"问题，而真正有益于投资者的"共同化"基金治理结构却很少被市场采纳，基金管理公司越来越为自身利益而非

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金持有人的利益服务，行业赖以生存和发展的受托人原则逐渐被一些基金公司所遗忘，基金份额持有人需要更多的代言人和信息披露等。作为美国基金行业的先驱者，博格对基金业的批判是建设性的，因为这些弊病受到重视、关注和矫正的过程，正是基金业重返其创立之初价值使命的必然路径。

约翰·博格还批判了美国的市场经济体制出现危机的根由，他早在2003年就认识到房地产等美国实体经济受到严重的金融冲击而存在泡沫，从而指出像“次贷危机”这样看似偶然的“黑天鹅”事件背后都有着长期被忽略的经济逻辑。他认为，当前美国的代理社会取代了所有权社会，导致机构投资者的专业价值日渐沦陷，作者也并不回避自己曾在“沸腾岁月”中所犯下的错误并以此为投资者提供经验。2008年金融危机后千疮百孔的金融系统面临着如何修复的挑战，在世界各国都在反思和重建经济增长秩序时，作者的冷静分析更有参考价值。

约翰·博格基于他近半个世纪的市场实践经验，对投资市场和基金行业进行批判性的剖析和建设性的建议，由此不难理解为什么有人说“博格的声音代表着华尔街的良知”。

实际上，无论是美国的基金市场还是中国的基金市场，如何通过好的制度设计来实现投资者和基金公司利益之间的激励相容，都是关系到整个行业发展的重大课题。基金份额持有人是委托基金管理公司代其理财的，两者之间是典型的“委托–代理”关系。其中的核心问题是，代理人（基金公司）如何才能如合同约定的那样，尽职尽责地为委托人（基金份额持有人）的利益服务，而不是仅仅谋求自身的利益最大化。约翰·博格对美国基金业的分析标明，其重要原因之一在于美国的部分基金公司和投资者之间的利益是不相容的；相对于提升基金投资业绩，基金公司更乐于通过营销扩大基金规模。

约翰·博格对个人投资者的投资建议很简单：选择被动型管理的指数基金。指数基金被作者推崇为投资者分享商业收益的“几乎是最好的一条路”，理由是美国市场上的指数基金的咨询费和管理费显著低于主动型管理基金，最广泛的分散化投资、最低的换手率以及由此而来的最高的税收优惠。目前

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国金融市场上指数基金早已超过1万亿美元，且增速远高于主动型基金。在中国基金市场上的上千只基金中，也有120多只不同类型的指数基金，如何开发更好的指数基金来满足投资者的需求，值得我们关注。

本书收集了约翰·博格2000～2009年的35篇文章，包括论文、演讲、评论乃至回忆录等，分别看来虽然可能有些零散，但如果将这些不同时期的文章串联起来，可以看到作者思想的一致性与逐步深化的过程。事实上，本书所涵盖的主题在不同程度上超出了投资市场或者基金行业本身，作者的笔触还延伸到了企业家精神和管理艺术，对“新生代”毕业生的职业发展和人生选择的寄语，以及对行业先驱的追忆和缅怀等。从这一角度看，本书比博格的其他著作，更能全面地、多侧面地了解其投资哲学和管理理念。正是因为由丰富多样的文章结集而成，不少就是演讲和对话，涉及的范围广泛且有一定的专业性，因此翻译起来有明显的难度，粗读本书的中文译本，发现了一些值得再仔细推敲的地方，希望读者注意。

巴曙松

国务院发展研究中心研究员、博士生导师

中国银行业协会首席经济学家

2012年3月10日于北京

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

DON'T COUNT ON IT
推荐序三

曾经有人对你说过"金融投资不靠谱"吗？众所周知，21世纪最初的十年，美国自负的金融体系曾让我们一次又一次地失望。回顾历史，2000～2002年股票投机市场的崩溃为这充满喧嚣的十年拉开了序幕，被那些毫无道德底线的分析师捧得天花乱坠的上市公司，纷纷在我们眼前倒下，然而，这些分析师本来应该更了解这些公司的真相（事实上，他们也的确知道内幕）。2001～2003年，安然公司、世通公司以及共同基金的丑闻接踵而至，随后大规模的震荡全面爆发。自2007年夏天开始，一系列金融危机冲击着人们的生活，最终把整个金融体系推向了崩溃的边缘，让世界经济奄奄一息。与此同时，或许你还认为美国的政治领袖和金融领袖会在他们竞选的时候给你一个详细的解释，并为这一切道歉，但事实上，你错了，他们对此选择了令人心痛的沉默。

在这里，让我们来聆听博格的声音，聆听代表着华尔街良知的声音，如果我们可以如此引喻的话。事实上，博格从来没有离开过华尔街。这些年来他那无情的声音、犀利的笔锋和永不衰竭的能量一直刺痛着整个金融行业的脊梁，特别是那些共同基金业的脊梁，而这一切努力都是为了争取一个更可靠、更严格的行业道德标准。其实，Don't count on it（原书书名）的出处源自2002年博格在普林斯顿大学（博格和我的母校）的一次演讲，而书里某些文章发表的时间比这次演讲还要早。如果我们的金融领袖和政治领袖们多听取和考虑一下博格的意见，那他们或许会有充足的时间去调整策略，而不是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

让事情变得如此糟糕。可令人惋惜的是，博格的声音常常只能在金融世界的上空孤单地回响。

本书收集了35篇极有价值的论文，它们中的大多数都短小精悍。这些文章涉及的主题非常广泛：从高得离谱的金融中介机构费用，到可耻的不遵守最基本规范的职业操守；从将过度的资源浪费在金融操控而非有价值的生产性活动，到在如此多的投资决策中允许感性超越理性，投机超越投资……如果你曾听过博格对他这些主题的详细阐述，那请再聆听一遍，因为这些宝贵的经验永远都不会过时。如果你之前没有听过，那么你将拥有一次彻彻底底的享受。本书的字里行间不仅流露出作者的激情和信仰，更充满了他的热忱、睿智与出类拔萃的文学修养。而你在其他相关金融类书籍中，恐怕很难找到像本书这样对贺拉斯、本杰明·富兰克林、埃德加·爱伦·坡、斯蒂芬·科尔伯特的引经据典了。

作为共同基金行业的领军人物、低成本指数基金的先驱，博格将其大部分愤怒宣泄在金融中介的高成本运营上，这并不足以为奇。他总会不知疲倦地提醒投资者以下基本恒等式：

投资者净收入＝资产投资的毛利－金融系统运营成本

该基本恒等式表明，投资顾问、经纪人或是共同基金管理人只有在他们“战胜市场”所带来的毛利贡献超过他们所扣除的成本时才称得上盈利。然而，基于大量反例佐证，博格对这些投资顾问、经纪人或是共同基金管理人的价值常常持怀疑态度。比如说，在第4章，他估算出2007年证券行业中介机构的费用达到了令人难以置信的5 280亿美元。这相当于GDP的3.8%，更巧的是，这几乎相当于当年美国所有产业投资于新工厂、办公室和店铺的全部资金。可这些巨大的投入真能带来相应的回报吗？博格并不这么认为，而且他极有可能是正确的。由此可见，博格极力颂扬的扣除交易成本的指数所展示的优点将是显而易见的。

是否忠于一个受托人的职责，这在博格的善恶殿堂中占有重要的地位。在本书里，有好几篇文章都体现出了他深刻的道德观念和极度顽强的毅力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

毕竟就像博格在“受托人原则：一臣不侍二主”中所揭示的那样，金融机构应该“一臣不侍二主”。（然而，十分遗憾的是，在华尔街中有太多人都服务于超过两位主人。）S. 杰克（S. Jack，有时候大家这么称呼博格）曾说过，“受托人的职责是依法履行的最高职责”。这一原则优先于其他很多事情，一个受托人应当“永远只为委托人的利益而工作”，并且绝不要“把个人的利益置于委托人利益之上”，或者“使对一个委托人的受托职责与对其他实体的受托职责发生冲突”。你能够想象如果华尔街早点遵守这些简单的规诫，金融危机将会在多大程度上减少吗？如果你无法想象，那就请你拜读博格的文章，这样你就再无疑惑了。

尽管我还意犹未尽，但是，你们挑选这本书主要是为了拜读博格的文章，而不是我的介绍。因此，请让我以我自己读完博格的这些文章后萌发的一个想法来结束这篇推荐序。

自从2007～2009年的金融危机在2009年3月探底成功以后，政策制定者、金融市场专家、学者和其他人终于可以从应急措施中转移注意力，并且开始考虑长久以来就需要的结构改革，从而建设一个更坚固持久并且更加公平的金融体系。我们迎来了一场盛况空前的国家辩论。这场辩论已经带来了具有里程碑意义的《多德–弗兰克华尔街改革和2010年消费者保护法案》（以下简称《多德–弗兰克法案》），并且这一切都还没有结束。在这场辩论愈演愈烈的同时，我必须承认我有一个奇妙的、或许多少有些不民主的想法：把所有的事情交给像博格这样聪明的人来处理，难道不会更好一些吗？当你读完这本书，你就知道为什么我会这么想了。

艾伦 · 布林德

普林斯顿大学经济学教授

普林斯顿经济政策中心联席主席

美国联邦储备委员会前副主席

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

DON'T COUNT ON IT
前　　言

我们的社会对数字过于信任，却没有意识到数字常常是瞬息万变而又易于被操纵的。我们一边将这种情况视为理所应当，一边漫不经心地用昨天的趋势和今天的状况来预测明天，甚至是遥远的未来。这些假象造成了我们所不愿承认的现代社会中产生的严重缺陷。然而，2007～2009年全球性的金融危机和股票市场的崩盘最终迫使我们不得不去查找这些缺陷。由于过去三年的情形已经告诉我们，无视现实往往后果严重，这套书即尝试解释我们的社会是如何走到今天这一地步的，以及我们该如何弥补我们已经广泛存在的损失。

宽泛地讲，本书⊖讲述了我们是如何欺骗自己，以及我们未能接受生活的现实而给社会造成的后果。本书的目的是展示近年来金融史上的奇闻逸事，其间自我欺骗的例子比比皆是。本书同样为了鼓励美国国民去进一步了解我们复杂的金融系统——检查它、讨论它、挑战它，履行我们的职责，提出直接的问题并要求得到明确的、智慧的以及最重要的、明智的答案。

显而易见，我们自我欺骗并无视了2008年开始的那场灾难性经济衰退的最初原因。虽然我并没有预期到造成这一衰退的房地产市场会彻底垮台，但我在2007年10月就警告过这一不可预测的事件将成为现实，主要迹象是不断高涨的债务，投机打败投资所带来的股市的剧烈震荡，从一个致力于服务业的经济体

⊖ 为了便于不同需求的读者阅读，经作者同意，我们将原书拆分为上下册。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

向另一个由金融业主宰的经济体的转变，以及金融复杂性的大大增加。

在灾难来临之前，我对被证明是灾难性发明的信用违约互换（CDS）、担保债务凭证（CDO）和结构性投资工具（SIV）产生质疑，它们共同成为2008～2009年股市崩溃和经济垮台的主角。在2007年，我就对这些“令人难以置信的复杂而又昂贵”的产品所带来的影响十分担心，并且警告过“现在是该面对现实的时候了”。奥巴马总统在2010年7月签署的《多德–弗兰克法案》显示出我们首次尝试去改革金融体系并阻止未来可能的投机灾难。当然，这一新的改革法案并不能完全保证这种后果不再发生，但它在某种程度上已经减少了类似经济危机再次发生的可能性。

第一部分，我讨论了“资本主义的失败”，大部分都是我们已经被粉碎的信念（只要利己主义和自由市场就能够指引我们的经济和我们的社会达到最佳有效）造成的一系列后果。我提出了一些解决办法来修复我们的国家正在遭受的损失。其中最重要的是建立一个新的信用社会，着重要求机构资金管理者/代理人（他们现在控制着整个美国）把客户的利益/原则作为最优先的考虑。这被称为代理职责。

下面是《伦敦时报》的编辑阿纳托尔·卡勒茨基（Anatole Kaletsky）总结的我们出现错误的地方，这支持了我在本书第一部分的分析：

凯恩斯从未公开发表过经济预测，并且哈耶克、李嘉图或亚当·斯密也从未这样做过。经济学家提供的确实是一成套解释现实状况的分析工具以及对特殊事件的合理解释……用概率分布来替代可见的事实是不能解决不确定性问题的。这样几乎掩盖了事实的真相……忽视了金融固有的不可预测的特点。

现代经济理论不公正的、过于简单化的假设的倾向导致政治家、监管者和银行家为他们自身创造了市场基要主义思想的假想世界，在这个世界里……只要政府退出，高效的、无所不知的市场就能够解决所有问题……（但是）这种自私的假设——市场是有效的、自我坚固的（现在）已经被质疑了。[⊖]

⊖ Anatole Kaletsky, “The Benefits of the Bust,” *Wall Street Journal*, June, 19, 2010.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在第二部分，我阐述了“企业家精神与创新”的主题，就是为社会大众最大利益服务的决心远比仅仅获取自我财富的欲望要重要的想法。归根到底，两百多年前在他的《道德情操论》一书中，被认为是资本主义最高典范的亚当·斯密，就比我们的商业领袖更多地去探寻：

自私人必须……另辟蹊径，努力做到知识渊博、工作勤奋、任劳任怨、不畏艰险、百折不挠。他必须开创一番大事业，通过艰苦的努力，不懈的奋斗和精明的眼光，让人们了解他的才干……无论在什么场合，他都要做到通情达理，慷慨大度。同时，他应该被委以大任，以他过人的才干和优异的品质圆满完成艰巨的使命，从而博得人们的一片掌声。[⊖]

在2010年年中，阿纳托尔·卡勒茨基援引马基雅维利的观点：荣誉和更大的好处促成了领导者们的野心——大概既包括政治家也包括企业家，附和了亚当·斯密的看法。马基雅维利认为“‘荣耀’是促使领袖们从事‘伟大的事业’和采取‘伟大的行动’的激励原则，这并非为了他们自己的利益，而是为了那些跟随他们的民众的利益”。在对企业家精神的探讨中，我展示了17条成功法则，其中最终法则仍重复了亚当·斯密的观点：“让世界更美好是我们最大的回报。”这一部分还讨论了创新这个与企业家精神息息相关的话题。虽然近年来金融创新从华尔街攫取了巨大的利润，但多数创新还是伤害了它们的投资者。即便如此也有例外，关于共同基金的六项创新就达到了为投资者服务的重要准则。

为了避免我们忘记，理想主义经常参与到在美国的传统习俗中，我们以数不清的无价的理想和尊重为代价去计较那些短暂而又无足轻重的东西，这种观念使我们远离了理想主义的传统。我以向美国学生演讲的方式阐述了“理想主义与新生代”（第三部分）这一主题，学生们面对着眼前各种各样职业的召唤，并听从他们内心更为强烈的意愿。“知足”这一演讲也包括在该部分中，后来我将它扩充成了一本书。许多作家和领袖激励了我，他们中

⊖ Adam Smith, *The Theory of Moral Sentiments* (1759; Cambridge, England: Cambridge University Press, 2002).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

包括拉迪亚德·吉卜林（Rudyard Kipling）、库尔特·冯内古特（Kurt Vonnegut）、伍德罗·威尔逊、西奥多·罗斯福、威廉·莎士比亚以及温斯顿·丘吉尔，你能在这一部分找到他们的踪影。

虽然我渴望与未来的领导者们分享我的价值观，但我仍然对我的职业导师充满着崇敬之情，他们向我反复灌输着自身极高的价值取向。在第四部分“英雄和导师”中，我提及的那些人确实是我心中的英雄，我对那些在我漫长的职业生涯中，更确切地说是漫长的人生之路上，帮助我形成自我个性的许许多多的精神导师赞不绝口。沃尔特·摩根——我在惠灵顿基金（Wellington Fund）工作的23年期间的老板，作家彼得·伯恩斯坦，以及心脏病专家伯尼·雷恩，他们在我生命中扮演的角色都值得我用一个章节的文字去描述，并且，我所列出的这些令我难以忘怀的导师中的每一位都是我最好的朋友和支持者，他们更有着值得称赞的专业精神。历史将铭记他们中的一些人，因为他们是在最近一段疯狂的历史时期里坚持自我原则的极少数代表。

统计陷阱

许多年来，我都没有去读达莱尔·哈夫（Darrell Huff）那本发表于1954年的经典著作《统计陷阱》（*How to Lie with Statistics*）。然而，我也并不需要去读，因为每天我接触着大量的数字，即使不完全是陷阱，也是歪曲了的现实。比如，在2007～2009年这3年间，标准普尔500指数成分股的营业收入是1.67万亿美元。但是，在价格高估的资产和高成本的并购等管理上的错误行径贬值后，报告的收益只有1.17万亿美元。将近5 000亿美元的收益化为乌有（虽然我选取的时期可能有些凑巧，但是我可以告诉你自从20世纪70年代开始，也就是这两种收益的计算方法间的差异开始显现的时候，营业收入的幻觉和报告收益的真实之间的差异就没有一年是不存在的）。但是，几乎如时钟般规律，我们的华尔街战略家们依赖的却是营业收入而非报告收益作为他们市场估值的基础。如果会计交易中存在欺骗的话，那么报告收益也可能夸大了现实。就像《华尔街日报》的编辑罗伯特·巴特雷

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(Robert Bartley）察觉到的："与报告收益相比，现金才是真实收益的表现，因为它们一个只是别人给出的鉴定，而另一个却是存在的事实。"

我们的政府也部分地造成了现实的歪曲。绿光资本（Greenlight Capital）的领导者大卫·埃因霍温（David Einhorn）就提出："在过去的35年间，政府多次改变了通货膨胀的计算方法……若用1980年前的计算方法，'通胀'就超过了9%，而目前官方数据则是2%左右。"另一个例子：劳工统计局报告的我们2010年中期失业率是9.7%，但是这一统计数据排除了那些不愿意寻找工作的人、正在寻找全职工作的打零工的人、想要找工作但不付诸行动的人以及依靠社会残障保障生活的人。如果我们将这些失业人士纳入统计范围，失业率肯定会翻倍达到将近20%，也就是3 000万人不能够找到满意的工作。公告的失业率显示出我们的经济正在下滑，而实际的失业率则昭示着更为严重的情况。

检视共同基金数据

即便我们所依靠的数据是准确无误的，那些对数据蓄意的歪曲来证明自己观点的行为仍是十分简单的。我经常注意到当一个人控制了度量和时期，数据就会犹如俗语所说的，"折磨到招供为止"。对这一情况来说，共同基金业也不例外。

例如，每隔几年，美国投资公司协会（ICI）就十分欣慰地公布基金的费用正在减少。当然，ICI是共同基金经理的团体组织（尽管它最终是由基金投资者支付开销）。在2010年对数据进行重新计算后，ICI的研究报告指出，"自1990年以来，共同基金费用和开销在不断减少"。但事实是，这一时期的费用实际上从120亿美元上涨到了690亿美元，足足增加了近5倍。

当ICI声称会讨论不断下降的费用时，它将两种完全不同的度量方法——费用总额和费用率相混淆。用费用率（费用与资产的比率）来度量的话，基金的资产费用率从1.00%下降到0.86%。当我们将年销售额的计算纳入时（据说这一销售额从0.99%下降到0.13%，对此我十分怀疑），ICI计算出的股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票基金的总成本（其实际意思是“总成本占资产的比重”）从1990年的1.98%下降到2009年的0.99%。

当我们考虑另一个同样重要的度量方法——费用占股息收入的百分比时，它同样表明了费用率并没有下降反而上升了。基金费用开销消耗了基金自身的健康——1990年股票基金的费用只占股息收入的19.5%；到了2009年，这一数据几乎翻倍，达到38.5%（在2000年，这一数据达到惊人的51%）。如今，在股息收益率占到股票长期收益一半（9%的一半即4.5%）的事实背景下，股息收入的减少令人难以置信。而基金费用和成本正在消耗股票收益主要来源部分的40%。在收入被这样没收、股票市场如今的收益还十分低迷的情况下，股票基金目前平均为其投资者贡献着微不足道的1%的收益率。

接下来让我们将ICI选择的时间区间从短期变为长期——过去半个世纪。即使用通常的费用率标准来看基金费用仍然不是下降的，而是惊人地增加了60%。1960年的比率是基金费用占基金资产的0.54%，2009年的比率则达到0.86%。而股息收入费用率上升了超过100%，从基金股息收入的18.3%增加到38.5%。在同样的半个世纪里，股票基金费用总额（显而易见的，美元才是最终的衡量标准）增加了800倍之多，从1960年的5 000万美元上升到2009年的400亿美元。虽然股票基金的规模也增长得十分迅速，从100亿美元上升到50 000亿美元，也就是增长到500倍，但仍然不及基金成本的增长速度。正如ICI使你相信的那样，共同基金的费用确实减少了吗？别指望它！

结论：在人们的认知里，管理大众资产所产生的巨大的规模经济已经被基金经理掠夺成为他们自己的利益，而不是他们所管理基金的投资者的利益。ICI通过对时期和估量方法精挑细选所得到的基金费用日趋下降的假象显然已经被现实捅破：在三种度量方法下，基金费用的长期下降来自于对基金投资者的压榨。

“船尾的灯塔”

有时数字是精确和完整的，它覆盖了整个可用的时间区间（即使这个时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期被称为“起始日到当期”，也被定义为选择时期）。尽管如此，当我们依靠这些过去的数据来帮助我们预测未来时，我们很有可能得到的是无效的结论。我最为津津乐道的例子之一就是对股票市场长期收益历史记录的轻信。将过去的收益作为未来收益的参考所产生的一系列的歪曲现象基本上是数不完的。

首先，这些收益是由名义变量（当前的美元价格）而非实际变量（通货膨胀调整后的美元价格）来衡量的。因此，过去50年来在股票市场平均每年9.4%的名义收益率下，可以使得10 000美元的初始投资名义上增长到893 000美元（包括再投资收益）。但是算上那个时期4%的通货膨胀率之后，在剩下的5.4%的实际收益率下，最终的累计收益（例如对一个退休者来说）只有138 700美元。当然这一收益仍然十分可观——不过这只是在你意识到这一收益还没有扣除投资成本和税收之前，而这些在名义收入里是每一年都不可避免地要被扣除的。这些成本可以每年轻易地减去3%的收益，将5.4%的收益率变为2.4%。现在，退休基金的现值就突然变为32 700美元了。这才是投资者要面对的现实，而它又明显地（令人遗憾地）捏造出了893 000美元的错觉。

其次，过去并非开始，因为即使股市未来收益和过去收益的来源是相同的（股息收益、盈利增长以及市场估值的变化），在具体数字上它们之间还是存在较大差异。简单的一个例子就是，在过去110年间，股市9%的长期投资收益率半数以上都来自于4.5%的股息收益率。因此，在2010年中2.25%的股息收益率下，我们就应该将我们对未来股市收益率的预期相对历史收益减少2%左右。

显而易见的是，“蒙特卡洛模拟”（被投资专家们广泛地应用于预测股市未来收益的范围）根本没有考虑到这些基本原则的变化。因此，这样的模拟是致命的错误。金融圈对这一简单问题的忽视（还有对名义美元价格和实际美元价格之间问题的逃避），说华尔街上没有自私自利，没有竭尽所能地美化股票投资的潜在收益，是理智上的欺骗。

但是，即使我们接受了市场历史收益只不过是一种错觉的现实，也不要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指望它会重复。就像《华尔街日报》的专栏作家贾森·茨威格（Jason Zweig）观察到的那样，大部分19世纪最早期的股市收益数据“并不是有效的……当时存在的股票已经有97%退市了……只有蓝筹股中最优质的留了下来”。（在20世纪初期，银行股和保险股占据了数据的较大部分，而在20世纪后期，铁路占比较大，现在已经完全不同了。）即使在1884年数据是有效的，道琼斯平均指数第一次出现时它仅仅由11只交通股组成。到了1896年，当道琼斯工业平均指数出现的时候，即使只有12只股票，但这一新的指数更多样化了，囊括了更多的行业，包括：美国棉花公司、美国糖业、美国毛皮公司，以及强大的美国烟草、国家铅业公司（Nation Lead）、通用电气这些自早期就一直存续下来的公司。

在现代，无论市场收益如何被仔细改进，谁能够真正说这些我们当做神圣令状的数据是没有严重问题的呢？标准普尔指数制定于1926年，但是如今著名的标准普尔500指数自它创立以来到1948年仅由90只股票组成。芝加哥大学证券价格研究中心（CRSP）通过统计数据来反映整个美国股票市场（同样从1926年开始），但是直到1972年纳斯达克市场的股票数量从2 000只飞跃到5 000只后，它才将“场外”股票计入统计范围。当我们后退一步看这整整84年我们已经接受为有效股票收益数据的时期（这一时期只有50年左右的确凿数据），我们仅仅考虑了一个非常短的时期，这一时期（至少到2007年）完全是由世界上最繁荣的国家中一生一次的强劲牛市统治的。

即使我们能够使过去两个世纪以来的股票市场收益数据趋近于完美（即真实的），未来收益是围绕过去收益波动的观点也是一种错觉。世界以我们难以想象、不可预知的形式，无时无刻不在变化着。国家起起伏伏，战争与和平将全球社会重新洗牌；自由市场竞争打破了旧秩序；技术改变了曾经可靠的基本规则。因此，过去不能简单地当做未来可靠的开篇。塞缪尔·泰勒·柯尔律治（Samuel Taylor Coleridge）发现了真理的一个重要核心，他曾警告说，历史“就像船尾的灯塔，只有在风浪靠近我们身后时才发光”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济学家的智慧

当然，我们需要数据来帮助我们了解过去，把握当下，估量未来。但是资本主义不仅仅只是数据。两位杰出的经济学家和一位诗人也肯定了这一观点。约瑟夫·熊彼特（1883—1950）据说是第一位认识到企业家精神是经济发展前进动力的经济学家。熊彼特不关注那些验证其假设的数据，也不关心那些成功的创业能够带来的经济回报，他所关心的是成功创业中的特点和动力："首先，是建立一个王国的梦想和愿望；其次，是征服的欲望、斗争的冲动、对成功而非成果的渴望；再次，是创造的喜悦、实践的意愿、活力和创造力的简单付出。"我能以我自己的个人经验说，这些品质而非金钱才是支撑我长期事业的主要动力。

约翰·梅纳德·凯恩斯（1883—1946），伟大的英国经济学家，他的理论在近年来又回到了前沿，他更将其成就完全脱离了数据。当他提出"动物精神"作为成功投资的基础时，他为我们提供的一段话仍然使用至今：

人之积极行为，有一大部分，与其说是决定于冷静计算（不论是在道德方面、苦乐方面或经济方面），不如说是决定于一种油然自发的乐观情绪。假使做一件事情之后果，须过许多日子之后方才明白，则要不要做这件事，大概不是先把可得利益之多寡，乘以得此利益之或然性，求出一个加权平均数，然后再决定。大多数决定做此事者，大概只是受一时血气之冲动——一种油然自发的驱策，想动不想静。

不管企业发起缘起做得如何坦白诚恳，假使说企业之发起，真是因为缘起上所举理由，则只是自欺欺人而已。企业之依赖精确较量未来利益之得失者，仅较南极探险之依赖精确较量未来利益之得失者，略胜一筹。故设血气衰退，悠然自然的乐观情绪动摇，一切依据盘算行事，企业即将委顿而死；虽然畏惧损失与希图利润，二者同样缺乏合理基础。

一般而论，设企业之起，乃由于发起人对未来存有希望，则该企业对于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

社会全体有利。但设企业要靠私人主办，则必须在冷静盘算以外，再有血气来补充，来支持……设今日之决策可以影响未来，则此种决策（不论是个人的、政治的或经济的），不能完全依据严格的冷静盘算，事实上也没有方法作此种计算。㊀

虽然英国作家和诗人鲁迪亚德·吉卜林不是经济学家（也说不定他是），他的诗“字帖标题之神”（*The Gods of the Copybook Headings*）完美地捕捉到了熊彼特和凯恩斯的思想。下面是这首诗的选段：

我通过我的化身在每一个年龄和种族中穿梭，
我正确地朝拜市场的神。
通过虔诚的手指，我看着他们的起起落落，
字帖标题之神，我注意到，拖垮了他们。

我们感动于列位圣灵。他们从来没有改变自己的步伐，
作为既不是云也没有风媒的市场的神……
他们否认愿望是胡闹；他们否认猪有翅膀；
因此，我们崇拜市场的神，因为他向我们承诺了这些美好的事物。

然后市场的神受到重挫，他撤回了巧舌如簧的巫师。
最卑鄙的心变为谦卑，开始相信这是真的。
发光的不一定是金子，二二必得四。
字帖标题之神一瘸一拐地开始了再一次的解释。㊁

吉卜林想要告诉我们的是，算术的现实（“2+2=4”）编造了市场的错觉，即“巧舌如簧的巫师编造的美丽故事……市场之神”。他这首被人遗忘的诗

㊀ John Maynard Keynes, *The Ceneral Theory of Employment, Interest, and Money* (New York: Macmillan, 1936; Harcourt, Brace, 1964).

㊁ “字帖”，在这个老练复杂的时代很少出现的短语，被定义为“在学校空白小册子每页页眉上打印的经典格言和睿智引言，这些小册子用于随笔和书法练习”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

篇简洁明了地总结了本书的中心思想：市场固有的真实价值最终会战胜对投机取巧、夸大其词和自私自利市场的虚无期望。

日益脆弱的世界

即使我们逐渐明白那些能够依靠的事物中的简单的价值，但在这样一个复杂总是伴随着可以依靠的事物的世界中，我们必须竭尽所能地去处理那些在现代（大部分是未开发的）全球社会中我们所面对的挑战。这些挑战包括各国之间的相互交流和相互依赖，分裂世界的斗争（通常是在“有”的人和“没有”的人之间，自相矛盾的是斗争通常是基于宗教问题）以及在日常生活中对科技不断增加的依赖性。综上所述，这些造就了我们日益脆弱的世界。自有史可依起，完全不可预料的事情爆发了。但如今这些通常是人为的破坏影响了一大群人类。

这类事件被称做“黑天鹅”，即我们自身存活概率的最边缘事件，但是其他毁灭性事件是不能以概率来测度的。它们是不确定的，经常缺少历史先例。但无论在何种情况下，我们人类仍然一天天地活着，就像这些事件永不会发生一样。即便如此，它们仍将发生，而在这样一个脆弱的时代里，它们似乎发生得更加频繁了。想想以下事件：

- ▲ 2010年路易斯安那海滩石油钻机的爆炸造成数以万计加仑[⊖]的石油泄漏，污染了大片的墨西哥湾，给海洋生物、鸟类、海滩和当地人们的生活带来了破坏。我们最优秀的工程师和科学家花了5个月的时间才关闭了这口油井。
- ▲ 1986年“挑战者”航天飞船的爆炸，是极其复杂的工程里的一个极小错误的结果。
- ▲ 2001年纽约雄伟的世界贸易中心双子塔毁灭性的覆灭。谁能够想到，在一瞬间，两架飞机将飞入这两座美国金融的丰碑，为美国发起两

⊖ 1加仑=3.785升。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场战争埋下了伏笔？这两场远在世界另一端的战争，将近十年以后，仍然消耗着许许多多的生命和金钱。

▲ 2005年卡特里娜飓风（自然之行为）的势不可当之势，碰上了新奥尔良大堤的弱不禁风（人类之行为），造就了美国最大的城市灾难之一。

▲ 全球温室效应能够改变我们的生活方式——更高的温度，上升的水平面，健康危机，以及其他可能潜在的可怕改变。据大多数客观的科学家所说，这种温室效应大部分是人类造成的，因为我们的工厂、机动车以及生活中无处不在排出碳。

▲ 2007年以来直到今天还在延续的世界金融危机，究其原因，更多的是由宽松的银根、高杠杆、房地产价格的暴跌、股票市场的崩盘，以及风险貌似可控但实际上无法估量的极其复杂的金融工具共同造成的。

是的，那些我们无法想象的事情的确发生了，那些我们认为发生概率太过渺小而忽视的事情也发生了。当我们思索一个灾难事件的发生概率时，《纽约时报》的记者大卫·伦哈德（David Leonhardt）写道：“过去从没有那样的事情发生，即使想象也是十分困难的。非常容易想到的是，异常的结果少得让人难以察觉。实际上，有这种期望是正常的，但这并不使之明智。”[1]

坦普尔大学的教授、《超越算术》的作者约翰·艾伦·鲍罗斯（John Allen Paulos）恰到好处地击中了天平，挑战把数字当做现实的有效性：“没有一种衡量社会的方法……不能够被再次臆测、解构、蒙骗、拒绝或替换。这并不意味着我们不应该去测量，而是意味着我们应该以我们能够驾驭的专心和智慧去这么做。”[2]

我们的金融系统既是对我们复杂社会的一种度量，也是这一复杂性的参

---

[1] David Leonhardt, “Spillonomics: Underestimating Risk,” *New York Times* magazine, June 6, 2010.

[2] John Allen Paulos, “Metric Mania,” *New York Times*, May 10, 2010.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与者。就像近代金融史告诉我们的那样，复杂性往往产生欺骗。我祈祷我的任务、圣战（如果这些描述对我的事业来说不会过于崇高的话）将帮助金融服务业重新思考它的价值，并由此为全世界越来越多的投资者提供了更好的服务。如果我们这样做，引用维吉尔（Virgil）的话就是："通过各种机会，经历所有变迁，我们终于抵达……"[⊖]

约翰·博格

瓦利福奇，宾夕法尼亚

2010年8月

⊖ 本杰明·格雷厄姆用《埃涅阿斯记》中的这句隽语作为他第1版《聪明的投资者》（1949）的序。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

DON'T COUNT ON IT
致读者

我出版的这个文集是与我10年前曾出版过的一本书——《约翰·博格的投资：最初50年》（2000年出版）相应的一些文章和演讲。我决定每个章节应该彼此独立，各自成章。因此，对于某些特定主题感兴趣的读者可以直接读到合适的章节，而不是必须连续地读完整本书。

喜欢从头读到尾的读者可能会注意到，一些主题可能会重复几次。其中的一些参考文献来自于我在普林斯顿大学研究共同基金行业的毕业论文（基本上它们是我事业的基础），也有一些文献来自于约翰·梅纳德·凯恩斯从公司和推测的角度所产生的对股市回报的洞察（我个人投资分析的核心）；另一些文献来自于占据主导地位的当今的机构投资者而不是早前的个人投资者（尽管很少被承认，我相信这个变化是我们这个时代主要的投资问题）。

无论你是哪种读者，我希望这些重复的主题是为了显示它们的重要性。我写这本书的目的不是让你变成英明和成功的投资者，而是让你更加明白今天的金融体系的弱点。这个体系是我们整个经济体系重要的一部分。为了投资者和整个社会的利益，这个体系必须转型。

在我的第九本书要出版之际，我想表达我对先锋博格金融市场研究中心的同事们——艾米丽·斯奈德（Emily Snyder）、莎拉·霍夫曼（Sara Hoffman）和凯文·劳克林（Kevin Laughlin）的衷心感谢。感谢他们对于本书的贡献，他们的专业精神，当然还有他们的耐心和理解。凯文与我一起

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

负责编撰材料的工作，标注那些长篇和难懂的巨著，核对每个数据，以及给出许多有用的建议。我还想感谢John Wiley& Sons, Inc. 的帕米拉 · 范 · 吉森（Pamela van Giessen）和梅格 · 福瑞博（Meg Freeborn），感谢他们的支持和编辑的专业意见，还有对莉亚 · 斯皮罗（Leah Spiro）的特殊敬意，他对于本书也提供了专业、全面的编辑支持。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

DON'T COUNT ON IT

目　　录

推荐序一（周道炯）

推荐序二（巴曙松）

推荐序三（艾伦·布林德）

前言

致读者

下　　册

第一部分　资本主义的失败

第1章　美国公司究竟出了什么问题　5

第2章　修复受损的金融体系　25

第3章　消失的珍宝：商业价值和投资价值　38

第4章　道德危机　55

第5章　黑色星期一和黑天鹅　58

第6章　沸腾的年代　80

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二部分 企业家精神与创新

第7章 资本主义、企业家精神与投资：18世纪对比21世纪 98

第8章 企业家精神的17条原则 111

第9章 “先锋：英雄传奇” 123

第10章 创新何时会过犹不及 145

第三部分 理想主义与新生代

第11章 商业使命 160

第12章 真正的成功 166

第13章 “最重要的一点：坚信自己是正确的” 170

第14章 “知足” 178

第15章 如果你可以相信自己…… 183

第16章 第五个“永不” 190

第17章 “当一个人觉醒” 195

第四部分 英雄和导师

第18章 沃尔特 L. 摩根 207

第19章 保罗 A. 萨缪尔森 212

第20章 彼得 L. 伯恩斯坦 217

第21章 伯纳德 · 雷恩医学博士 221

译者简介 227

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

DON'T COUNT ON IT

第一部分

资本主义的失败

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在疯狂的金融投机之后，股票市场崩盘了，2007～2009年世界经济陷入了深深的衰退之中。即使是那些强大而善辩的自由资本主义的信徒，也开始渐渐意识到如今的资本主义已经辜负了我们的社会。美联储前任主席艾伦·格林斯潘令人吃惊地承认，“我曾经所使用的解释全世界经济运行结构的模型中存在着一个致命的缺陷”。而广受尊重的美国联邦上诉法院大法官理查德 A. 波斯纳在2009年出版的名为《资本主义的失败》的书中也发表了同样令人吃惊的言论，而波斯纳正是鼎鼎大名的自由市场经济学芝加哥学派的领军人物。

在本书的第一部分中，我将试着探讨“美国公司究竟出了什么问题”。在2003年，当我在长老派教会教堂的Bryn Mawr（PA）组织的社区论坛中发表这篇演讲的时候，墙上写着这样的标语：“狂热的股票市场……帝王般首席执行官的涌现……我们公司看门人的失败……金融机构从股票持有者的角色变成股票交易者……”

后来事实表明，我在其中曾提及的股票市场泡沫的破裂在5年后重现于美国的房地产市场，而由此引来了更大级别的股票市场的崩盘以及自大萧条以来美国经济最严重的衰退。尽管我后知后觉地意识到房地产按揭市场的糟糕情况，但是我发现这一切都只是我在第1章中描述的对美国公司金融操控中的一个小小的缩影罢了。

从2009年的角度，我对第2章“修复受损的金融体系”中美国自由市场资本主义的失效做了大量事后的研究考证。我将通过三个例子来证明我的主要观点：艾伦·格林斯潘和他的辩解，伯纳德·麦道夫和他的庞氏骗局，以及奥巴马总统在他的就职演说中对这次金融危机的慷慨陈词，呼吁“一个充满责任的新时代”。我们是否拥有足够的性格品质和勇气去改革这个系统？尽管我们无法回避这样一个尖刻的问题，但我还是愿意乐观地去相信美国正在经受的这场危机迟早会过去的。

资本主义的失败很大程度上是一种个人和专业价值观的沦陷。在2007年，我获邀在普林斯顿大学就我们社会中“消失的财富”的话题做

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了一篇演讲，我选择了从“消失的珍宝：商业价值和投资价值”（本书第3章的标题）的丧失来阐述这个话题。其中的主要观点是：①现代的商业标准开始颠覆我们传统的职业操守；②一种新型的代理社会已经取代了我们曾经引以为豪的所有权社会。在这个新型社会中，我们的机构投资者/机构代理把他们自己的利益摆在了他们本应该用心服务的客户的利益之上。除非我们能够建立一个崭新的需要正直行为和回归传统价值观的信用社会，否则那些曾经让商业发展在美国增长中占主导地位的财富将彻底消失。我在2009年《华尔街日报》的一篇名为《道德危机》专栏文章中简明地总结了以上的观点。

在第5章中，我通过“概率理论在应用到金融市场时总是不可避免地失效”这样一个观点在一定程度上解释了资本主义的失败。当我研究金融市场中风险的角色时，我依赖于英国哲学家卡尔·波普（Sin Karl Popper，1902—1994）著名的黑天鹅法则来描述那些超出我们预期发生的异常事件。

在发表于2008年早期的《金融分析师》杂志上的一篇名为《黑色星期一和黑天鹅》的文章中，我分析了风险（一个拥有可测的分布的事件，例如掷骰子，甚至我们的死亡率）和不确定性（不可测的）的差异。美国经济学家海曼·明斯基（Hyman Minsky，1919—1996）对此也持有相同的观点，他就曾经指出金融市场中狂热的投机将不可避免地开始蔓延到我们的实体经济。按照他的发现，我最后指出了“一些令人惊奇的事件……一定会过去……当它到来的时候，它只不过又是一只黑天鹅罢了”，这种观点很快就被随后到来的市场崩溃所验证。

在第6章中，我将阐明“我们似乎不能从市场崩溃的历史经验中学到什么”。在“沸腾年代”中，我回顾了从20世纪60年代中开始的那段疯狂的年代，泡沫的形成和膨胀，以及最终在1973～1974年被无情地戳破。在2006年新版本的《超级金钱》中，我把自己描述成一个时代的见证者和参与者。我自己也疯狂地投入到这个沸腾年代中，这在后来也被证实是一种个人的和职业的灾难，但是也正是这场灾难最终导致了先锋

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

集团作为这种疯狂的纠正典范的创立。在我为职业生涯付出巨大代价的时候，我也从中获得了很多教训。其中的一些教训帮助我在之后预测到了2000～2003年和2007～2009年的两次市场崩盘。我衷心地希望，投资者们可以从金融历史上不断重演的悲剧中吸取宝贵的经验。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

DON'T COUNT ON IT

第 1 章

美国公司究竟出了什么问题[⊖]

今晚我真的感到很荣幸能够得到你们的邀请来做这样一个演讲，我家就在这所教堂外的马路边上。

尽管我的话题是有关美国公司究竟出了什么问题，然而在这样一个场所我还是想选择约瑟夫·坎贝尔（Joseph Campbell）的话来作为我的开场白，“在中世纪，当我们靠近一个城市的时候，我们的目光总是最先被大教堂所吸引。而如今，吸引我们的则是那一幢幢的商务大楼。到处都是商业、商业、商业”[⊖]。我们都已经变成了坎贝尔所谓的社会底线。然而，如今我们的社会开始关注那些错误的社会底线：形式重于实质；虚名重于美德；金钱重于成就；魅力重于个性；短暂重于持久；财富甚至重于上帝。

我相信你也不可避免地发现约瑟夫·坎贝尔的类比是个如此不祥的征兆。我们都目睹了全美商务大楼中最值得引以为豪的纽约世贸中心的坍塌。我们都目睹了在1929～1933年大萧条期间美国所有公司总计7万

⊖ 基于我在长老派教会教堂的Bryn Mawr (PA)组织的社区论坛中发表的一次演讲，2003年2月24日。

⊖ Quoted in Warren G.Bennis,“Will the Legacy Live On?” *Harvard Business Review* (February 1,2002),95.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

亿美元市值的蒸发——从17万亿～10万亿美元。我们也都目睹了那些实业界领袖的名声从领导公司走向成功的雄狮转变为自私而无信的主管，他们中的有些人甚至会流连于电视节目的走秀中。

我们的底线社会对此有着很好的评价。英国乔纳森·萨克斯（Jonathan Sacks）这样说道："当所有重要的东西都可以被买卖，当承诺可以被打破因为它们不再是我们的优势，当购物成为一种救赎，当广告标语成为我们的祷文，当我们的价值被我们的收入和支出来衡量，那么市场将会摧毁它长期以来所依靠的精神和品质。"[1]

让我们来思考一下资本主义制度究竟出了什么问题，思考一下现在哪些地方开始重新步入正轨，思考一下作为美国公司的所有者和投资者可以为其做些什么。无论你是否拥有普通股或是共同基金份额，或是参与养老金计划，你自己都会在推行改革中受益。

资本主义——简要回顾

《韦氏国际英语词典》（第3版）告诉我们，资本主义是"一个建立在资本品所有权上的经济制度，这个制度中投资由私人来决定，商品和服务的价格、生产以及分配都主要由自由市场来决定"。我又补充了重要的一点，它"是一个建立在诚实正直和信用上的制度"。这些品质都已经在资本主义的历史上被清楚地建立起来。

随着世界在18世纪、19世纪由一个农业社会发展为一个工业社会，资本主义迎来了它的繁荣阶段。当地的社区成为全国性（之后是国际性）商业的一部分，贸易的发展为建立新经济所赖以生存的工厂、交通运输系统以及银行而累积起来大量的资本。看起来令人惊奇的是，根据《福布斯》杂志85周年期刊的一篇文章的报道[2]，处在这些发展最中心的，是基督教公益会的教徒们。在17世纪以及18世纪早期，教徒们传奇式的简朴与节约

---

[1] Jonathan Sacks,"Markets and Morals", the 1998 Hayek Lecture (London:Institute of Economic Affairs,1998).

[2] James Surowiecki, *Forbes*, December 23,2002.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

使得他们有空闲的资本用于投资，而且很有可能正是因为如此，使得他们统治了英国的经济，他们拥有全美一半以上的钢铁厂，并在银行业、消费品行业、运输行业都占据举足轻重的地位。他们对信誉、绝对忠诚以及严格守约的高度重视赋予了他们彼此交易中相互的信任。其他一些善于观察的商人们从中领悟到这样的真谛，“赢得信任和在商业上取得成功往往是相辅相成的”。简单来说，个人的利益需要优良的品质。

这场革命的到来，正如伟大的苏格兰经济学家以及哲学家亚当·斯密所预料的那样。在1776年所著的《国富论》当中，他有过这样的名言：“每个人改善自身境况的一致的、经常的、不断的努力是社会财富、国民财富以及私人财富所赖以产生的重大因素。这不断的努力常常强大得足以使得事情日趋改良，每个人都不是为了促进社会公众的财富而努力的，他们也不知道应该怎么样努力去促进公众的财富，但是，通过使得生产物价值最大化的方式去管理经营自己的产业，每个人都由一只无形的手所引领着，而最终达到一个并非他本意想达到的目的。”

《福布斯》的文章继续写道：“这场资本主义的革命一直以来都朝着更公正、透明和更无私的方向发展。而这场革命所带来的巨大生产力的释放和经济的发展也并非巧合。并不是因为资本家天生都是好人，而是因为信任的益处（信任对方以及被对方信任）是如此巨大，因为一个成功的市场机制教会人们去领悟这些益处……在这样一个美妙的循环中，每一天，值得信赖的种子总是会结出信赖的果实。这个系统良好地运行着。”

或者至少它曾经良好地运行过。然而渐渐地，有些地方开始出问题了。这个系统变了——正如同《国际先驱论坛报》⊖中的一篇文章所描述的那样，“资本主义出现了一个病态的变化”。那个经典的体制（所有者的资本主义）曾经是建立在服务于公司所有者、最大化投资回报率的基础上的。但是，新的体制发展为（管理者的资本主义）公司的管理者和会计师以及其他公司的管理者同谋让公司的经营是为管理者自身服

⊖ William Pfaff,September 9,2002.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

务。为什么会出现这种情况？作者解释道："因为市场使得公司的所有权过于分散，使得没有一个有责任感的所有者存在。这在道义上让人很难接受，并且也最终导致了资本主义的沦落。"

破裂的循环

是什么让那曾经美妙高尚的循环转变成了邪恶的循环呢？我们很容易把它称为性格的失败，骄傲和贪婪战胜了诚实和正直。我们甚至更容易把这一切归结于一些烂苹果。但是，当看到仅仅只有很少一部分的实业界领袖和金融界领袖涉足犯罪行为的时候，我逐渐开始担心是那个装苹果的木桶本身腐朽了。这虽然有些耸人听闻，但是我相信这是真的。回想一下路透社编辑马丁·豪厄尔（Martin Howell）在2003年出版的《掠夺者和利润》一书中所罗列的176面红旗吧，每一面旗帜都描述了我们近些年来商业、金融以及投资实践中的缺陷，而这其中大部分的缺陷我都亲眼目睹过。

现在显而易见的是，我们的资本主义体系正在经历一场影响深远的腐朽，而这腐朽源自于它整个的根部，每一部分都互相影响和促进着。我们对新时代的错觉引发了股票市场的狂热；我们同样天真地以为我们公司的大树会长得与天空齐平；帝王般首席执行官的涌现；我们公司的看门人（那些已经忘记他们神圣职责的审计师、监管者、立法者和董事们）的失败；我们的金融机构开始从股票的所有者变成了股票的交易者；华尔街股票推销者天花乱坠的营销台词，媒体狂躁的兴奋，当然还有我们热切的时而又带着贪婪的广大的投资大众，在看似轻易就得到的财富中狂欢。当然我们的身边也充斥着很多谴责的声音。但是，只要我们的股价在涨，这其中所有的利益相关方都并不介意商业标准的降低。是的，大牛市中投资者的胜利看起来有一千个父亲。但是，在接下来大熊市中投资者的失败看起来只有唯一的母亲。

如果我们非得要为这个泡沫找出一个父亲的话，我们不用DNA测试就可以办到。这个父亲就是在固定价格股票期权中所反映的高管的薪酬。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当管理层的薪酬是同公司的股票价格挂钩而不是和公司的价值挂钩时，管理层不用说也知道该做什么了。强势的扩张、稳定的利润增长，并把所有这一切告诉华尔街。在公告中设定目标，然后达成目标，持续地这样做，永远不要失败。首先，按照传统的方式，扩大产量、削减成本、提高生产率、研发技术并且开发新的产品和服务；之后，如果这些努力本身也不够的话，那么就开始学着怎么去雕琢这些努力，试着将会计准则调整到它的极限。最后，当这些都还不够的时候，那就开始学着欺骗。如今，正如我们所知，太多的公司正在做着这样的事情。

固定价格股票期权表面上的逻辑是“把管理层利益和股东利益联系在一起”，但是，这实际上只是一个谎言。管理者们并不会持有他们所获得的股票，他们会迅速出售股票。学术研究表明，几乎所有的股票期权都会在授予行权的时候被执行，而对应购得的股票也会被立即卖出。的确，所谓的无现金执行（公司在管理层购买股票后随即卖出）变得相当普遍（值得庆幸的是，这已经不再合法了）。我们奖励高管的不再是长期的经济现实，而是短期的市场幻觉。

为管理层创造财富

即使我们要求高管延长他们手中股票的持有时间，股票期权还是有着本质的缺陷。这些期权没有考虑资本成本，会为那些业绩平平的管理层们也带来超额的回报。其中同样也没有考虑发放股利的因素，因此管理层会具有不当动机去逃避发放股利。既然，期权奖励所依据的是股价上的绝对表现而不是对于竞争对手公司股票或是整个市场指数的相对表现，那么管理层的薪酬就如买彩票一般，创造了一个个拙劣的亿万富翁，而那些真正优秀的管理者有时反而并不能得到合适的奖励。

尽管这些问题都可以通过种种方法来解决，比如限制股的使用，逐年提高期权的价格，或是把公司的股价和市场指数挂钩，但是这些明智的方案几乎从来不会被使用。为什么？因为这些备选的方案需要公司把成本费用化（天堂里面可是禁止干这种事）。这些固定价格股票期权的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成本从来没有出现在公司的利润表中。正如那些薪酬顾问常常说的那样，这些股票期权都是免费的。

授予公司管理层巨额期权，并且让这些期权统统剔除在利润表之外，所导致的最终结果就是所有的高管薪酬一飞冲天。在20世纪80年代，首席执行官的平均薪酬大约是普通员工的4倍；到了2000年，这个比例惊人地上升到了531倍。其背后的逻辑就是这些高管可以为他们的股东创造财富。但是，假如我们真的能够确切定义美国公司能成功的话，我们会发现其实事情并不像高管所说的那样。在最近20多年中，公司大约是按照年均增长率11.5%来做出盈利预测的，但是它们实际所完成的年均增长率只有6%，仅仅达到了它们目标的一半，这甚至还不如整体经济6.5%的增速。为什么如此大的落差仍然能让首席执行官的平均薪酬在2001年提升到令人咋舌的1 100万美元，这始终是这个年代一个异常的现象。

事实上，就是高管们为自己创造财富，而不是为股东创造财富。当股价大跌的时候，他们早就已经把手中大多数的股票卖完了。接下来我给大家举一些例子。

▲ **美国在线时代华纳。**在这个非同寻常的案例中，充斥着信息时代所缔造的宏伟壮观的幻觉。2000年一场“新经济”和“传统经济”的联姻把时代华纳的股价送到90美元的历史新高。但是，美国在线的收入很快开始出现了下滑，公司最新的财报上显示了总计980亿美元的亏损。但是在最开始的3年里，美国在线的创始人（合并后新公司的董事会主席）在股价高峰的时候卖掉了几乎价值5亿美元的股票。如今公司的股价已经跌到了10美元，这相当于从最高价跌去了几乎90%。

▲ **斯普林特公司。**当1999年10月股东们同意并购世通公司的时候，董事们就开始匆忙地给管理层们授予股票期权。尽管这次并购最终以失败告终，但还是有两位高管在股票接近60美元的时候迅速行权，并卖出了价值2.9亿美元的股票。他们同时还花费了580万美元来请

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司的审计师帮他们避税，因此他们所得的收益没有交一毛钱税（但是税务局现在开始调查这些避税的方法了）。今天斯普林特公司的股价只有13美元，这相当于从最高价跌去了83%。

▲ **通用电气。**这个众所周知的蓝筹股的股价从2000年8月开始由每股60美元跌到了每股23美元，导致3 700亿美元的市值蒸发。最近投资者开始质疑公司的管理层通过创造性的会计手段来平滑公司的利润。而面对这样的质疑，公司的传奇领导人杰克·韦尔奇看起来似乎并不太好。然而在1997～2000年，他的薪酬总计达5.5亿美元，外加售出了2亿美元期权带来的股票（其中有些是在股价55美元的时候出售的）。现在退休后，他的收入依旧可观：一份357 000美元的养老金，以及377 000美元的顾问费，总计每个月734 000美元！（他一定过着比较奢华的生活而且没有什么积蓄，在最近的一份报告中指出，他每个月的慈善支出仅仅只有614美元。）这就是美国公司今天的薪酬状况。

很显然，所有者的资本主义已经被管理者的资本主义所取代。而管理者的资本主义造成了我们社会的严重扭曲。那些享有极高名誉并拥有私人飞机、奖金、养老金计划、俱乐部会员席位和广场大道上的公寓的首席执行官，已经忘记了他们是公司股东的雇员身份了，而公司的股东们似乎也忘了这一点。但是，这些管理者的行为并没有逃脱出公众的关注。公众对他们的信任度已经降到了最低点。最近的一份调查显示：公众中有75%的人信任零售店主，73%的人信任军人，60%的人信任医生，而只有25%的人信任公司的管理层，这仅仅比二手车交易商稍微高一些（二手车交易商仅赢得了23%人群的信任）。

看门人的失职

究竟发生了什么？这究竟是如何发生的？那些看门人曾经是如此值得我们信赖。依靠他们，我们可以确保公司是在为它的所有者而诚实守

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

信地经营着。而如今，基本上每一个看门人都让我们失望了。独立审计师成了公司管理层的业务伙伴；政府监管变得如此松懈，我们选出的官员们不仅不关心他们的职责，甚至协助教唆那些不法的行为；那些被选出来的股东代表（董事会董事）对这些行为也都袖手旁观，他们显然根本就没有意识到那即将来临的暴风骤雨。

让我们从独立审计师开始说起吧。很显然，他们应该作为我们的第一道防线，去抵御公司对会计准则极限的挑战，尽管有些的确非常隐秘，但是，至少审计师们应该对舞弊行为起到一些最基本的抵抗作用。同时，会计准则本身也已经开始渐渐地沦陷了。在公司并购以后，公司会建立“饼干罐”储备；资产负债表外大量特殊用途企业（SPE）的兴起，使得债务可以轻易逃脱公众的视线，并赋予了“财务操纵”这个名词以全新的意义。诚然，审计师们一直以来都面临着来自于他们的衣食父母即公司客户的压力。但是，在过去的10年中，这个本来就很难避免的利益冲突中又添加了一个更加难以调和的冲突，即会计师事务所为公司的管理层提供管理咨询服务来赚取比审计费用高得多的收入，而这也使得事务所和公司之间成了商业伙伴。在2000年，美国的公司为它们的审计师大约支付了30亿美元的审计费用，而同时支付的咨询费用却高达60亿美元。

审计师不得不附和管理层需求的压力，外加管理层每季度公布的遥不可及的盈利增长承诺，从而直接导致了同被审计公司之间的业务关系变得比被审计公司的本身业绩更加重要，也更导致了现实与美国的会计界先驱詹姆斯（James Anyon）在1912年给我们的忠告的直接违背。詹姆斯告诫我们的审计师“按照事实、真相、原则去思考和行动，依据数字最本来的样子去表达它们，这样做的话，你一定会成为我们国家最优秀的、正直的并且值得信赖的专家”⊖。然而，近期所出现的“创造性的会计”，已经远远偏离了数字本该反映的现实真相的智慧了。

在监管和立法的前线，我们的社会公仆们也不得不放松对会计准则和披露的监管。当改革的呼声响起的时候（比如，要求股票期权被计为

⊖ As quoted in David Boyle, *The Tyranny of Numbers* (London:Harpercollins, 2000),8.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

薪酬费用直接费用化或是禁止审计师为他们的客户提供咨询服务），我们的立法者们，为政治捐献和来自公司以及会计界双方面的猛烈游说所迫，也只能千方百计阻挠那些早就应该兑现的改革承诺。我们选出的太多的官员都应该为他们为钱效劳的道德标准而感到羞愧。两个世纪以前，托马斯·杰斐逊曾经说过，“我衷心地希望我们可以把那些胆敢挑战政府地位和法律权威的公司统治阶级扼杀在摇篮里面”。当然，我们没有做到。虽然在这个管理者资本主义年代，法律公司不敢公然挑战法律的权威，但公司倒是更加乐意阻挠立法者的改革，并牺牲公司投资者的最高利益。

董事会的角色

现在让我们来看看董事会。妥善保管公司的财产是它们天生的职责。在中世纪的英格兰，“保管”这个词通常的意义是指以对上帝忠诚的名义来有责任心地使用公共资源。站在公司的立场上，“保管”这个词就应该是以对股东忠诚的名义来有责任心地使用公司资源。但是，在某种程度上这个体制又一次让我们失望了。因为我们的董事会把无限制的权利移交给了管理层，使得管理层可以把他们自身的利益摆在第一位。而“保管”这个词从形式到实质都彻底地从美国公司价值观里消失了。

作为管理层，公司的董事们批准了明显过多的期权计划；在审计中，审计师们不再是财务报告独立的评估人，而是管理层的合作伙伴；并购是建立在改造数字而不是提高业绩的基础上（《商业周刊》的一篇文章显示，大约63%的并购案都是在摧毁公司的价值）。董事们同样也制定了公司的道德操守，其中充满了例如正直、守信、愿景之类的词汇。但是，公司的行为却又是另外一套东西。大约60%的公司雇员曾反映说在公司里看到过违反公司规章制度的情形，而300个举报人中有207个因为举报而失去了他们的工作。

然而，我们的社会对董事会的推崇之高正如我们对首席执行官一样。早在2001年，《首席执行官》杂志就报道说，“公司治理上重大的改进已

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经很好地清理了美国的经济制度，这一切多亏了我们的首席执行官和董事会，他们自愿做出了如此多的改变以便董事会可以更有效地运行”。值得关注的是，杂志还特别提及了一家“新经济”公司，“它的董事会如此努力地跟上潮流，工作委员会是如此偏袒无私且有责任感”，公司的四个最高价值就是沟通、尊重、开放、真诚。公司持续地让每一个人都更上一层楼，因为公司里面充满了快乐，这里的每一个人都会发现自己是如此杰出。⊖当这一切发生的时候，我们现在都知道这家公司是如何的杰出了：如今这个在2000年全美最杰出董事会榜单中排名第三的公司居然破产了。当高管们分享着高额的报酬时，公司的员工们却失业了，他们的退休金也彻底消失了。

董事会是最终意义上管理公司的人，董事们是身负长期保护公司和建造公司责任的保管人。但是，美国公司的董事们并没有意识到公司管理层强烈渴望操纵利润的欲望，也没有意识到管理层关心的只是股价的提高而不是公司价值本身；他们也没有意识到公司越来越少地发放股利，反而是保留更多的收益；他们也没有意识到公司管理层雇佣薪酬顾问年复一年地建议薪酬委员会给管理层加薪，即使公司的经营业绩平平。很客观地说，我们的董事会应该为我们美国公司的问题承担最终的责任。

不，他们不应该

或许，他们应该这样做？为什么董事会并没有肩负最终的责任却需要面对最终的后果呢？当然，董事会所肩负的责任是巨大的。然而，事实上，股东们自己需要承担公司治理所带来的最终的后果，并且，随着投资的机构化，股东们也真的拥有执行他们意愿的权力了，不再只是拥有理论上的权力。曾经，公司被一大群分散的投资者所持有，他们每个人所持有的股权都很少，但是，今天股权相对集中在少数的机构投资者手中（不管这种变化是好还是坏），这些机构投资者所拥有的权力要大很

⊖ Robert W.Lear and Boris Yaritz,“Boards on Trial”, *Chief Executive*, October 2000, 40.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多。规模前100名的养老基金和共同基金经理们持有着全美一半左右的股权：这意味着对美国公司绝对的控制。这100家机构投资者在一起足以构成一个800磅[⊖]重的大猩猩，它可以坐在任何一张董事会桌子前。

但是，尽管拥有如此大的权力，机构投资者们似乎对公司治理并不感兴趣。潜力与现实的脱节（如此大的权力不去行使），让我不由想起了电影《巨猩乔扬》里面那个经典的场景。在这部电影里，主人公是一只暴躁的大猩猩，它摧毁了挡在路上的所有东西。但是，当它听到“美丽追梦人”这首曲子时，它突然变得祥和温顺起来。我们就不要离题太远了，特别是对那些没有看过这部电影的读者来说。我想说的是，我担心当机构投资者们想的只是做一个好的公司股民的时候，他们仿佛正享受着一曲美妙的“美丽追梦人”。

共同基金的基金管理者不应该忽略了美国公司中所存在的问题，甚至在股票市场泡沫破裂之前，基金管理行业中那些受过良好教育并且经验老到的专业分析师和投资组合经理们一定仔细研读过公司的财务报告；评估过公司的计划；衡量过公司究竟能够完成长期目标中的几成；相对利润来说，现金流的状况如何；公司实际的利润究竟和永远不靠谱的预计利润相差多少。可惜的是，我们几乎没有听到任何声音。不知何故，我们的专业投资者们要么是没有理解，要么是理解了但却忽略了这样一个事实——我们的股票市场已经变成了一间纸制的房屋，脆弱不堪。我们把转瞬即逝的股价奉若神明，却忘记了真正永恒的救世主是公司真正的价值——简单来说，就是未来现金流的折现价值。

基金行业不得不为它们糟糕的失败承担责任。因为这个行业已经不再是“拥有股票”的行业，而变成了“租赁股票”的行业。在过去的一年中，股票型基金的平均换手率为110%，这意味着每一只股票被持有的期限仅仅只有11个月。当一只股票不被一个投资组合持有超过一年时，那些基金管理者似乎就不会再关注代理投票权和有责任感的公司了。另外，基金管理者或许会避免和公司管理层产生冲突，因为即使是正当的

⊖ 1磅=453.592克。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

冲突行为，都可能使得基金管理者不能够再吸引到公司客户的养老金账户和401k计划，或是限制了基金管理者在做投资分析时所能获得的信息量。即使基金管理者选择了以激进的态度对待公司管理层，他们也不认为公司治理和股价之间有多大的关系。但是不管什么原因，记录表明股东自己（特别是共同基金行业）对公司治理的问题并没有投入多少关注。“我们遇到了敌人，而那个敌人就是我们自己。”

作用力和反作用力

正如牛顿所说的那样，“对于每一个作用力来说，都有一个等量并且相反的反作用力存在”。股票市场的繁荣，以及我们的大多数公司糟糕管理的反作用力已经很明显地作用在我们身上了。第一个相对牛市的反作用力便是熊市的到来，它一直深深地刺痛着我们。股指从1997年开始迅速攀升并在2000年到达了顶峰，上涨了几乎一倍，然后又在2002年跌到了谷底，跌去了几乎一半。涨一倍跌一半，这个简单的数学题的答案就是利润为0（仔细想想吧）。在之后发生的轻微的反弹行情中，股价也只是比1997年开始的水平仅仅高出了10%。

如此猛烈的下跌，对我来说，只是对正常价值的回归。即使经历过巨大的熊市，从1982～2002年股票的年平均回报率仍有13%，对于长期投资者来说，这仍然是一个很吸引人的数字。通过神奇复利的作用，1982～2002年这20年来持股的总回报率高达10倍。所以，虽然股票市场里面充满了混乱的极端现象，但是稳定持股的投资者还是可以得到和风险相对应的丰厚回报。对于这些投资者来说，泡沫的产生和消失、股市的暴涨和暴跌对他们并没有过多的影响。

但是，这并不意味着在这场疯狂的博弈中就没有赢家和输家了。事实上，有人输得倾家荡产，也有人赚得盆满钵满。简单来说，赢家们就是那些在过去的牛市结束之前卖出股票的人，而输家则是在当时买入股票的人。让我们先来想想赢家们吧。那些在高点被售出的股票大多数是来自公司管理层通过行使期权而获得的股票，以及那些通过华尔街的投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行们所承销的大量首次公开发行的公司股票（而很多公司如今已经停业了）。《财富》杂志最近在此类别的25家公司中挑选了一群高管，他们的股票市值超过了230亿美元，几乎是每家公司10亿美元。

赢家和输家

其他的赢家则包括金融代理中介，例如，投资银行家和那些把疯涨股票卖给客户的经纪人，以及那些把价值超过5 000亿美元的投机基金卖给公众的共同基金经理。为什么他们是赢家呢？因为投资银行业务、经纪业务以及基金管理业务的佣金都到达了一个令人难以置信的程度。相当一部分投资银行家们的年收入超过了上千万美元，至少6位基金管理公司老板的累积财富达到了10亿美元的级别，据说其中一位更是到了300亿美元的级别。

输家当然就是那些购买股票的人了。“伟大的傻瓜？”或许吧。诡异的是，那些公司为了避免发行期权所带来的对利润的稀释，它们之后又以一个更高的价格把自己公司的股票重新赎回。但是，更多的买入则来自于伟大的美国的公众们，而且常常是来自于他们的私人账户，通常是通过流行的401k计划——有时候直接买入单只股票，有时候则是买入共同基金份额。贪婪、天真和缺乏常识的投资者们又如何能抵抗住销售人员对那些新经济概念——科技、互联网以及电信类投机性股票天花乱坠的推销呢？在泡沫形成的这两年中，投资者在那些关注投机性成长股的共同基金里投入了4 250亿美元的资金，有400亿美元的资金从枯燥无味的传统经济价值性的共同基金中流出。

很明显，这是一场巨大的财富转移，一场价值20 000亿美元的财富转移发生在经济泡沫的晚期，从公众投资者囊中流向了公司内部人员和金融代理中介的腰包。当然，这样的财富转移在人类的历史上也曾经发生过。当投机取代了投资在市场中所处的地位时，财富转移的那一天终将会到来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

修复治理系统

了解美国公司出问题的这段历史，以及它对我们金融市场所产生的影响，这是至关重要的。因为只有我们理解了问题的根源所在之后，我们才能思考如何去修复它。所以，正如我在开始承诺的那样，我将开始讨论如何去解决那些问题，以及如何去根治那些毛病。牛顿定律在这里同样奏效，资本主义系统失败的反作用将很快降临。然而，令人惊奇的是，那些普遍的问题，如激进的利润、舞弊的会计处理、过高的预期、帝王般的高管、松散的治理、大量的投机，甚至作为改革催化剂的大熊市本身都不能带来反作用，反而是那一系列的丑闻，那些腐烂的苹果带来了反作用力。这其中包括安然公司、阿德菲亚公司、世通公司和环球电讯公司，正是这些丑闻引起了公众的关注，并产生了强大的反作用力，最终为我们这个金融市场带来了所亟须的改革。

那些我们曾经信任的公司的保管人所做的让我们难以接受的行为，最终招来了反作用力，而这个反作用力来得又是如此的猛烈与迅速。

- ▲ 2002年7月，国会通过了《萨班斯—奥克斯利法案》，要求公司的高管为他们公司的财务报表的真实性起誓；要求那些售出股票的高管交出他们所获得的非法利润并重新报告公司的利润；使用一个新的联邦性的公众公司会计监督委员会取代了原有的自我监管的审计师，以及制定了其他一些效果良好的措施。
- ▲ 2002年8月，纽约证券交易所为在其交易所上市的公司（包含了大多数的美国大公司）制定了一套强大的公司治理规则。其中包括赋予董事更高的独立性以及为审计委员会和薪酬委员会制定新的规范。它甚至酝酿了一个完全独立于公司管理层的“领袖董事”。这些转变最终导致了公司治理权和公司管理权的分立，也最终协助我们回归到了所有者的资本主义。
- ▲ 就在2003年1月，美国谘商会公众信用和私营企业蓝带委员会（一个我曾经为之服务过的机构）为上市公司们制定了一系列完美的治理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

建议。委员会关于管理层薪酬的报告中包含了这样一条建议：所有类型的股票期权都应该被费用化，也就是表明那些固定价格的期权不再是免费的了。关于公司治理方面，报告建议成立一个独立的治理委员会；制定和强制执行道德操守；董事会主席和首席执行官的角色分离，以便明显地区分所有权与经营权。关于会计准则，报告建议赋予审计委员会更多的权力，定期更换外部审计师，让四大会计师事务所把更多的精力集中在提供高质量的审计服务上，并剥离所有带有为客户辩护色彩的咨询和税务服务，这其中包括为公司高管逃避税法而设计税盾的服务。

200年前，詹姆斯·麦迪逊曾经说过，“如果人们都纯洁如天使般，我们也就不需要政府了”。

今天，我想对我们的公司领导人说，“如果我们的管理层都纯洁如天使的话，我们也就不需要公司治理了”。通过国会、纽约证券交易所、美国谘商会以及媒体的反作用力，我们现在开始渐渐建立起一套更好的公司治理结构。

然而，令人惊奇的是，机构投资者对我们系统失败的反作用力却仍然迟迟没有表现出来。即使是在大熊市彻底地摧毁客户的股票价值之后，共同基金行业依旧鸦雀无声。这沉默的原因看起来正是因为共同基金行业中大多数人仍然继续着对短期价格的投机性操作，而不是对公司内在价值的长期投资。典型的基金都对公司股价的影响因素之一很感兴趣，这个驱动力就是公司的季度收益以及公司的经营是否符合华尔街的预期。但是，那些真正影响公司内在价值的因素——基本盈利能力、资产负债表以及长期战略等似乎并不能引起基金经理们多大的兴趣。当奥斯卡·王尔德嘲笑犬儒主义者“对各种事物的价钱一清二楚，却对各种事物的价值一无所知”的时候，他或许也正在嘲笑那些基金管理者。

修复投资系统

很明显，美国公司不仅需要优秀的管理者，更需要杰出的所有者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是，这个目标实现起来并不容易。这需要我们的股东（尤其是机构投资者们）摒弃这个时代所特有的急功近利，从而重新回归到对价值的长期投资上来；我们需要的是扮演所有者的角色，而不是交易者的角色；我们需要的是重新回归中肯和信用的原则，从而取代投机之风的盛行；我们需要的是做一个我们资产的称职的保管人。例如：

▲ 机构投资者和个人投资者必须扮演起一个良好的有责任心的公司公民的角色，合理地行使我们的代理投票权，和公司的管理层进行有效的沟通。我们应该随时准备提名董事并提出商业计划，而监管者们也应该协助这些行为。美国证监会最近就迈出了第一步——要求对冲基金披露它们是如何行使自己的代理投票权的。

▲ 股东必须要求公司集中披露公司的长期财务目标、现金流、内在价值和战略方向给投资者。而如今到处泛滥的季度“利润指引”应该被废除。那些通过创造性会计手法来达成财务目标的行为也应该被彻底禁止。

▲ 美国的公认会计准则给公司以相当大的自由选择的余地，因此，投资者必须要求公司对任何重大的会计决定都做出充分翔实的披露。我们或许要考虑让公司按照最激进的基础（它们现在就是这么做的）和最保守的基础同时做两份报告。

▲ 共同基金应该向它们的投资者不仅仅披露共同基金的直接成本（比如管理费和销售费），同时也应该披露间接成本，包括过去以及预期的投资组合换手的成本伴随的税务影响。基金公司应该停止用它的短期投资的业绩来做广告宣传（或许所有的业绩宣传都应该被禁止）。

▲ 政策的制定者必须制定差异性的税收策略来抑制过量的投机。比如，几年前，沃伦·巴菲特就建议对短期资本利得征收100%的税收，这些税收由投资者和享受税收豁免的养老基金一同支付。当然100%的税率看上去过于极端，但或许对极端短线投机收益征收50%的税可以让投资者们清醒很多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

▲ 也许这其中最重要的是，投资者或是所有者应该加紧派发股利。尽管没有证据表明收益留存可以带来更好的资本分配，但是这些年来我们的股利支付率却一直在逐年降低。然而历史告诉我们，较高的股利支付和股票较高的投资回报率实实在在相关联的。投资股利是长期的策略，而投资资本利得则是短期的策略。一个发放稳定股利的股票换手率大约是从不发放股利的股票的一半。

回到未来

呼吁永恒原则（长期投资的回归）不应该只是仅仅停留在口头的说教上。我们的社会需要它，因为我们的经济增长需要资本的形成。回到1936年，凯恩斯提醒我们，“当企业变成投机旋涡中一个小小的泡沫的时候，我们的处境就危险了”[⊖]。因为当一个国家资本的发展变成投机赌博行为的副产品的时候，这种发展可就糟糕透了。作为一个国家，我们无力承担让这一切发生的后果。事实上，我们需要为我们的机构投资者灌输一种全新的理念，在这个理念中投机才是投资旋涡中一个小小的泡沫而已。在共同基金行业，我们需要，找回对于保管职责的那一份关注，从而摒弃这些年来对推销艺术的种种推崇。

虽然我所提出的这些建议会让我们回归到我们的本源，然而事实上，在金融服务行业里还存在着比管理公司更赚钱的营销公司（营销公司为那些管理公司吸引了大笔的资金）。只要对过去的投资记录稍加计算，我们就会发现妄图战胜市场其实是一个输家的游戏，因为我们不得不支付给那些金融代理中介以巨额的手续费。当投资者意识到这一点的时候，他们就不再会直接去投资股票了，而是把他们辛苦赚来的血汗钱投资于那些深谙其道的基金之中。按照亚当·斯密的比喻，投资者这样做是“按照个人利益最大化的方式行事而最终会导致所有事情都朝好的方向发展”。简单来说，当一个投资者把他的钱放在共同基金里面而不是自

⊖ John Maynard Keynes, *The General Theory of Employment, Interest, and Money* (New York:Macmillan,1936;Harcourt,Brace,1964),159.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

己用来投机的时候，他可以赚到这个金融市场可以慷慨提供的所有收益中最多的那一部分（当然，我们知道那些就是低成本的市场指数基金），这也就自然而然地促进了整个公众的利益。

然而，这并不意味着那些可信赖的受托者、诚实的商人或是良好的生意人仅仅是因为被他们的客户逼着才去诚信经商的。事实上，正如我开始说的那样，良好的道德带来了生意的兴隆，而正是那道德高尚的循环构筑了我们社会一块坚实的基石。可是近些年来，我们的行为准则却变成了“我们这样做或许可以侥幸逃脱处罚”，或是更客气点儿说“我这样做是因为大家都这样做”。正直和道德被抛到了九霄云外，整个资本主义都开始腐朽。

人性中的良知

如果我对良知的呼唤和今晚我描述的这个时代那么格格不入的话，我只能提醒你们：亚当·斯密，这位资本主义的守护神，会站在我这边的。在《国富论》之前，他就曾著有《道德情操论》来告诫人们：

> 良知点亮了人们的内心，可以对抗人内心最强烈的自私，它是理性、道义、良心、心中的那个居民、内心的那个人以及判断我们行为的伟大的法官和仲裁人。是它，用一种足以震慑我们内心最冲动的激情的声音向我们高呼，“我们只是芸芸众生中的一员，丝毫不比其他任何人更为重要”。是它，为我们指出了为他人更大的利益而牺牲自己的利益的合宜性，它为我们展示了一种光荣而又崇高的爱，一种对伟大和尊严的爱，一种对自身杰出品质的爱。⊖

最终，我们将掀起一场有关公司治理的革命。我们身上肩负着将美国资本主义的发展进程从投机重新带回到正常经营的重任。这可不是一个卑微的任务。改进公司治理行为和投资行为对于美国的经济是如此的

⊖ Adam Smith, *The Theory of Moral Sentiments* (1759; Cambridge, England: Cambridge University Press, 2002), 158.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生死攸关。我们必须建立一套更加严格的规则。美国的缔造者们深深地信仰崇高的道德准则，信仰公平的社会，信仰高尚的行为。如果美国国父们所信仰的这些品质有用的话（我本人都对此深信不疑），那么如今商业和金融社会道德的沦丧、美国公司的财务操控、我们接受那些错误的投资管理行为的意愿、从众心理导致的沉默以及自私自利而导致的我们的贪婪战胜了理性，这一切都深深地腐蚀着值得我们去信仰的那些品质。而这些品质在这场大熊市过后对于投资者的觉醒，是显得如此的弥足珍贵。那些希望从实业和金融领域中赚钱的人的动机，如亚当·斯密所说的那样，应该是“伟大、美丽和高贵的，值得付出任何的劳苦和牺牲”。但是，很难想象我们大多数的公民会把这样的词语用在当今的资本主义身上。衷心地希望，我们可以早一天重新拾起这样的词语去描述我们的实业和金融领袖们。

对道德的呼唤

我们还有很多事情要做。让我们商业的底线构筑在诚信之上，让我们的投资构筑在公司的长期内在价值而不是对短期价格投机之上。即使做到这些，也还远远不够。公司的内在价值应该正好等于它所产生的未来现金流折现，而不是暂时的股价表现。那些可以长久持续经营的公司是那些会为它们的所有者带来最多经营利润的公司。而当这些公司关心它们的客户、关心它们的雇员、关心它们的社区、关心整个社会的利益的时候，它们往往能够做到最好。可别把这些仅仅当做傻瓜般的理想主义。这些理想正是资本主义最开始发源所依赖的基石。让我们再次来聆听亚当·斯密的教诲吧，“如果一个人没有尽自己所能全心全意地促进他所在社会的话，他一定不是一个好公民”。因此，我们每一个人都应该大声呼吁要求我们的公司和基金管理者代表我们的利益，而不是他们自己的利益，要让所有者优先，而不是管理者优先。请不要以为你的声音无关紧要。用我一直以来想植入我们先锋集团全体成员脑中的格言来说，就是“任何一个人都可能让世界改变”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那些呼吁我们美国公司和美国投资良好品德的呼声或许听上去像教人从善的老生常谈，但是事实上，从长期来看这条路是我们国家通向繁荣的唯一道路。在这一点上，我想我再也找不到比阿列克西·德·托克维尔那些卓越的诗篇更适合的文字来表达了。我希望这些文字能够冲破我们的教区在更大的空间里回荡，尽管这困难重重。

美利坚，
我在她的港湾与河流中追寻她的伟大与天赋，
我在她肥沃的田野中追寻她的伟大与天赋，
我在她广袤的丛林中追寻她的伟大与天赋，
但是我没有找到。
美利坚，
我在她富饶的矿山中追寻她的伟大与天赋，
我在她巨大的世界贸易中追寻她的伟大与天赋，
我在她的教育机制中追寻她的伟大与天赋，
但是我没有找到。
美利坚，
我在她民主的国会中追寻她的伟大与天赋，
我在她无与伦比的宪法中追寻她的伟大与天赋，
但是我没有找到。
直到我走进了美利坚的教堂，感受到那神坛上正直的光辉的时候，
我找到了它，
我找到了她天赋与力量的秘密。
美利坚的伟大来源于这高尚的品质，
当这高尚品质消失之时，也正是美利坚衰退之时。

所以，美国的公司和美国的投资也是如此。如果我们能够重拾这些高尚品质的话，我们也一定可以重塑那种伟大。让我们携手为之努力吧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

DON'T COUNT ON IT

第2章

修复受损的金融体系[⊖]

美国的经济危机渐渐地蔓延开来，也仅仅是从最近，自2007年10月开始，无情的大熊市才渐渐收复它失去的领地。理所当然，我们的金融领袖、实业领袖和法律领袖开始深切地关注目前的事态。我在最近出版的名为《知足》的书中，很多地方事先提及（或是说预测）了我们的市场危机和经济危机。书中同样传达了这样一个信息，那就是在过去这些年里我们共同目睹了美国社会品质和价值的沦陷。

仔细思考一下吧。我们生活在一个精彩而又悲哀的时代里，精彩来自于资本主义从来没有像今天这样在全球范围内如此广泛地传播，悲哀则是因为正是这个资本主义已经泛滥到相当严重的地步了。在这场持续的危机中，在我们过度杠杆化和投机化的银行系统和投资银行业中，这种泛滥导致了金融市场危机的爆发，而金融市场危机的爆发直接导致了大萧条之后最严重的经济危机的产生。

尽管经济和市场崩溃了，但是我们还是看到美国上市公司的高管们被支付了让人觉得可耻（我想没有什么词更合适了）的高额薪水，包括

⊖ 本文根据费城Stradley，Ronan，Stevens&Young律师事务所于2009年2月12日资助的一本文集中的一篇评论文章改编。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那些失败的首席执行官，有些薪水甚至是在他们被扫地出门时支付的。更可笑的是，这些薪酬现在开始由我们的联邦政府支付了，更准确地说，是由纳税人来支付，甚至再心痛点说，是由我们自己来支付。政府要为华尔街不光彩的勾当埋单。这看起来难道公平吗？显然并不公平。

然而，在我们的金融系统和公司世界里面已经逐渐蔓延开来的贪婪，远远超出了金钱本身的意义。永不知足的贪婪颠覆了美国社会的传统价值理念，自私自利取代了公共福利，专家们看起来更像是商人（他们用对公共的服务来换取金钱），而服务自己取代了为他人奉献。永不知足的混乱让我们在更大的生活中迷失了自己，因为我们也常常拜倒在那转瞬即逝并且毫无意义的神坛下。我们同样也没有珍惜那些超出计算之外的永恒。毫无疑问，我们的失败最终导致了美国国家品质和价值的沦陷。所以，从更大层面上来说，我们对美国现存问题也同样负有一部分不可逃避的责任。当然，应该为此负主要责任的是我们的社会对财富的推崇，以及我们逐渐丧失的伦理道德。

忠于信仰

美国金融系统的失败反映了对投资基本原则的背弃，也是一种对信仰的背弃。荒谬的是，十多年前，当我开始起草1999年出版的名为《共同基金常识》一书的时候，我写的第一句话就是“投资是一种信仰”，之后，我就这句简短的宣言式的话从三个方面展开了论述。①关于公司的管理者都会为投资创造高回报的信仰；②关于美国经济和金融系统的成功会一直持续下去的信仰；③关于专业的基金经理会作为财产警觉的保管人的信仰。

正如我们现在所知道的，这些信仰已经太多次被背弃了。很多公司的管理层，早期如安然公司、世通公司，如今如那些商业银行和投资银行，它们都因为把自身的利益摆在了股东利益之前，从而丧失了我们对它们的信任。我们的经济如今处于大萧条之后最严重的衰退中。我们的股票市场已经处于1996年以来的最低水平，侵吞掉了10年以来几乎所有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的收益（姑且不考虑那些非理性繁荣所带来的收益，因为那些收益终究会如幽灵般消失）。我们专业的基金管理者们没有为了那些本该尽职服务的客户和委托人担当起长期投资者的角色，也没有担当起警觉的资产保管人的角色，更没有担当中肯的受托人的角色。相反，他们中的绝大多数变成了短线的投机客，像一个交易员一样去操盘，把自身利益摆在了客户利益的前面。

危机之父

如今所出现的问题可以找到很多理由。虽然有句古语这样说过，“成功有一千个父亲，而失败只有一个母亲”，但是我们的投资者在这场毁灭性的金融危机中所遭受的失败看起来却有一千个父亲：在2000～2002年的股市调整之后，美联储在相当长的时间内保持了过低的利率，这让房地产按揭贷款的银行家们太如鱼得水了；商业银行和投资银行们，设计出了上万亿的结构复杂而又风险极高的抵押债券和衍生产品（其中很多是信用违约掉期产品），并通过极高的杠杆来持有这些有毒的衍生产品。它们所用的杠杆有时候甚至高达33倍，试想3%的资产价格下跌就会让所有的股东权益化为乌有。

那些机构还为我们带来了所谓的“证券化”，把所有这些贷款打包成了新型的金融工具，从而也就切断了借款人和贷款人之间传统的联系。正因为这样的变化，使得贷款申请中对信用的考核看上去不再那么重要，因为银行贷出款之后可以直接把这些贷款卖给新的债券基金。长期以来，我们的银行贷款体系都是建立在贷款人诚信的基础上，而今天我们所看到的景象简直就是“太美妙的人生”了。[还记得乔治·贝利（George Bailey）和莱昂纳尔·巴里摩尔（Lionel Barrymore）导演影片中詹姆斯·斯图尔特（Jimmy Stewart）所扮演的暴躁的波特先生吗？]

我们的市场监管者同样有很多需要向投资者交代的：证券交易委员会根本没有意识到资本市场所发生的一切，它几乎对这一切无动于衷。商品期货交易委员会同意那些衍生产品的定价以及交易非透明化的操

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作，并不要求相关方为此做出全面的披露，更没有考虑到交易对方因为糟糕的财务状况而可能出现的违约情况。

我们也别忘了我们的国会，它们马后炮一般地把对衍生产品市场的监管职责交给了商品期货交易委员会。国会允许甚至是鼓励那些政府资助的企业（如今已经变成了国有企业）持有风险资产。国会允许房利美和房地美远超过应有的资本市场范围去扩展，甚至还施加压力让这两家公司降低贷款的标准。国会甚至还废除了1933年制定的《格拉斯–斯蒂格尔法》，从而取消了传统的商业银行和投资银行之间的隔离。事实上，这种隔离为美国国家利益已经良好服务了60年。

专业的证券分析师同样要承担很多责任，特别是他们在对巨大的信用风险的洞察上几乎全军覆没，他们完全没有意识到商业银行家和投资银行家对收益的狂热远大于对资产负债表圣洁的追求，而这必将导致巨大信用风险的产生。

信用评级机构对证券化的贷款授予AAA评级就可以收获巨大的佣金。它们通过授予债券一定的评级来体面地从那些债券发行人那里收费。通过被授权，大部分垃圾债券得以发行到市场上（这被称做“利益冲突”）。

虽然，我们有很多可以抱怨的地方，但是这些根源都是来自于我们永不满足的贪婪和自我放纵。

我们如何才能修复受损的体系

我们面对的真是一堆烂摊子，而这些究竟如何才能得以解决呢？首先，需要认识到的第一件事情就是这堆烂摊子是属于我们自己的。在经济中，要理清在房地产贷款和消费贷款中所承担的巨大负债需要耗费大量的时间，银行要重新打理它那破烂不堪的资产负债表，同样也需要耗费大量的时间。即使经济拮据的家庭开始减少支出增加储蓄，也并不会让以上任务轻松很多。我们正在经历一场“节约悖论”。我们都期待着经济的伟大复苏。经济学家凯恩斯的公式中把储蓄描述得对个人来说如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此重要，而那些储蓄在某种意义上对我们消费驱动的社会同样具有一定的反作用力。

这一切究竟要耗费多长时间呢？我预测（尽管我没有那么伟大的洞察力和深厚的经济学知识）这场衰退将持续一年半到两年的时间，之后我们的经济将开始复苏。这场经济危机潜伏了很长时间才得以爆发，我们同样也需要相当长的一段时间才能把它赶走。然而，如果系统改革能够最终成功的话，那么一定是美国社会和美国经济自己调节恢复过来的。

我还必须指出的是，美国总统和国会的确选择了多种工具来刺激经济，但这场复苏仍然充满了挑战和不确定性。诚然，这些工具可以帮我们渡过这场危机，但是信心重建的路上需要更多清晰透明和持续的政策。总统办公桌上摆着7 890亿美元的经济刺激计划，然而距离问题得以完美解决还有很长的路要走。但采取这样的行动还是正确的：提高失业保障金，为每年收入低于20万美元的家庭减税，基础设施的改进以及帮助那些房地产贷款的持有者。尽管这看起来仍不是很完美，但我们已经看到了联邦政府为解决这场危机所付出的努力。

除了刺激计划之外，当然我们还为美国银行系统准备一套单独的计划——一个总计1万亿美元的计划（包括公共资本和私人资本）以及一个价值10亿美元的联邦贷款担保（因此我们对于来自联邦委员会的3万亿美元计划看起来也就不是那么震惊了）。然而，财政部部长盖特纳（Geithner）最近的提议似乎没有引起任何人的回应，我们的股票市场用一种看似愚蠢的方式给了他一记耳光。是的，并没有什么奇迹般的良方。然而，财政计划的主体部分是正确的。我们需要让私人资本和公共资本联合起来帮助我们的银行，一个接着一个地让它们清理干净自己的资产负债表，从而重新恢复正常的贷款行为。财政部部长也同样承诺要为每家银行进行压力测试来检验资产的健康程度（有人或许认为银行的管理者和监管机构早就做过类似的测试了，可惜的是，事实上并没有）。如果银行没有通过测试的话（其中应该有相当一部分的银行），那么它们将会被勒令清算。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果联邦政府为银行干的那些蠢事埋单的话，政府当然有权这样做。这就是所有权的力量，尽管这些所有权已经逐步引起了国有化的问题，然而我们还是不得不面对这一切。依照我的观点来看，政府在注资时并没有和那些金融机构很好地讨价还价。的确，我强烈怀疑，比如，迪拜可以在它注资花旗集团550亿美元资本的时候，获得更多的普通股权，而不是获得那些低收益率的优先股以及仅仅能够认购不超过1%股权的权证（事实上，花旗集团目前的市值只有190亿美元，而它在2006年的市值高达2 740亿美元。同时花旗集团拥有大概5 000亿美元的负债，简单来说，它的财务状况已经非常危险了）。

问题的关键

然而，很少有人去关注导致这场危机更大级别上的系统问题。资本主义制度中两个重要的转变显然在这场危机中扮演了重要的角色。问题的关键是我们巨型上市公司的所有权问题。

只有当美国公司的管理层关注于为公司的股东创造长期价值的时候，美国公司才可能成为这个国家高速增长的动力和创新的源泉。如果我们的管理者坐在司机的座位上，花着股东的钞票且总想着如何搭建自己的小窝的话，资本主义将永远不可能拥有繁荣。

在过去的半个世纪中，资本主义的核心经历了病态的转变。我们从一个所有者社会（个人投资者持有92%的股权而金融机构只持有8%的股权）转变到了一个代理社会（金融机构持有70%的股权而个人投资者只持有30%的股权）。然而，我们的金融机构不仅背叛了它们本应忠诚服务于委托人的利益，还摒弃了它们传统的投资原则。也正是这些金融机构，驱动了市场格调从长期投资转向短线投机。市场从投资持有股票、创造收益、再投资、发放股利的模式转向了投机股票以及豪赌股票未来价格的模式上。不仅是对冲基金在玩这场游戏，很多共同基金和巨型养老金基金也参与了进来。

如今，我们都目睹了前所未有的投机盛会。在1929年，美国股票市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场的换手率全年为140%，在我进入这个行当的头些年，换手率下降到25%。然而去年，换手率却高达350%。投机者之间相互交易着，每个人都心怀鬼胎，从而最终产生的只是一场零和博弈而已。正是因为投机的盛行，使得在2008年年初有50个交易日市场的涨幅/跌幅超过了3%，而这种情况在往年全年都不会发生一次。

投机者坐上了司机的座位

然而，华尔街商人和企业家们都热爱着这个充满着复杂产品、量化模型、创新以及不确定性的崭新投机体系，因为这个体系为他们带来了上亿美元的利润。所以，对于那些华尔街的内部人士来说，他们很容易就沉溺于这个体系给他们所带来的财富中，反而对系统渐渐侵蚀的客户的财富置若罔闻。我们的股票经纪公司、基金经理和其他内部人士的收入从1990年的600亿美元猛增到2007年的6 000亿美元。

因此，尽管傻瓜一样来回地对倒交易外表看起来只是一个零和博弈，但是，实际扣除华尔街代理机构的佣金后它就变成了一个赤裸裸的负和博弈（想想拉斯维加斯，想想大西洋城，想想宾夕法尼亚州）。投资者作为一个整体，不可避免地处于食物链的最底端，只能接受扣除代理佣金后的市场收益。对于他们来说，交易最终只能是一个负和博弈。2007年6 000亿美元的佣金支出外加在之前大牛市里赚到的巨额利润，都在之后的大熊市中给投资者狠狠地打上了一记耳光。投资者对华尔街的信心也因此消失殆尽了。我们当中的两群人（投机者以及忘记投机和投资界限的人）都必须为这次金融泡沫的形成和破灭承担上一部分责任。

当一个本该持有股票的行业变成了租赁股票的行业时，公司治理就成了第一个牺牲品，这也将预示着资本主义体系不再合理运行了。然而，完美的所有者应该是长期的投资者，甚至是永久性的投资者，他们的目标应该和公司息息相关。伦敦的《经济学人》杂志很好地表达了这个观点：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如今，仿佛一切都依赖于我们的金融机构，想要改革董事，从而会使他们看上去更像一个管理层的监管者而不是管理层的傀儡变得更加艰难……金融机构必须努力修复它们作为股东的权益并利用它们的影响力来选举董事，从而代表其在董事会的利益，而首席执行官将依旧掌控着公司的经营权。但是，像其他所有的雇员一样，首席执行官也将有一个老板。⊖

庞大的机构投资者必须为实现这个目标而做好榜样。我们的基金管理者手上，握着的不仅仅是75%的股权，还拥有那些具备专业公司财务素养的分析师。这些专家可以来评价首席执行官的表现、工资和奖金的情况，并且，一旦充分披露代理投票权（包括养老金基金和共同基金）变成强制性的话，基金管理者就会愿意按照委托人期待的方式去投票了。因为曾经放弃了这个权利，基金经理们也应该对金融体系出现的问题负有很大的责任（例如，到底有谁曾经分析过那些银行有毒的资产负债表呢）。

当机构投资者们回归到（他们也必须这样做）传统的长期投资时，他们就必须努力使自己对公司的控制水平达到足以反映自己所有权的程度，这种控制水平也必须能够满足他们接受公司公民权利和责任的意愿。如果这些机构投资者不能迅速回归到传统中肯的投资方式的话，我们将不得不着手制定一个联邦性质的道德法规。在这个法规之下，我们将重新关注所有权，并把资本的利益摆在首位。这将是我们需要在新兴的金融体系中进行的最重要的监管改革之一。

对所有者资本主义的回归需要很长的一段时间。但是，我们一天一天越来越认清楚了现实，那就是合理的公司治理不仅仅只是停留在争论中的理想。我们迫切需要把它应用到实践中去。正如我一直强调的，所有者在其中扮演的角色，应该最大程度上使所有者利益和董事利益以及管理层利益息息相关。而利益冲突出现时，应该是由所有者来做决定。

⊖ "Getting Rid of the Boss," *Economist*, February 6, 1993, 13.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

站在国家利益和投资者利益的角度来看，所有者应该意识到良好的公司治理不仅仅是公司所有权所支配的一种权利，更是一种对国家的责任。

近些年来，我们似乎都喜欢说一些故事来解释一些复杂的问题，我们这儿正好就有三个家喻户晓人物的逸事：①艾伦·格林斯潘；②伯纳德·麦道夫；③贝拉克·奥巴马，他们组成了一个有些奇怪的三巨头，我们要分析他们在以下情况中所扮演的角色：①金融危机如何发生，②我们如何欺骗我们自己，③我们该做些什么来摆脱这可怕的危机。

艾伦·格林斯潘和泡沫

首先，我们来研究一下美联储前任主席艾伦·格林斯潘。相比其他人而言，格林斯潘站在了这次金融风暴的正中心。他成功地说服了他的同僚们在货币紧缩时期渐渐放宽信贷的标准，却忽略了随心所欲发展的房地产按揭贷款业务，隔断了贷款人与借款人必要联系所带来的危险。他超凡的分析能力和市场影响力，后来都被证实是建立在错误的假设前提上的。

去年10月，为了他的声誉，格林斯潘在给国会的证词中承认他犯下的错误。他承认，这场危机来源于百年不遇的信用海啸，而这场信用海啸正是来源于整个知识大厦的坍塌。“我们中的一些人曾经一直指望金融机构会为了追求自己的利益而保护投资者的利益（尤其是我自己），然而，如今我们对此深深陷入怀疑恐惧之中。看起来追求自己的利益并没有带来自我的约束，”他说，“这种失败是我一直以来使用的世界经济运行模型中存在的一个缺陷。”

我们需要回味一下《纽约客》作家约翰·兰卡斯特的文章“描述世界运行的重要功能结构”中的一段话，“当我们发现这个结构中存在缺陷的时候，那真是如地狱般糟糕透了”，“有权力的人总是以为自己知道很多。那些银行家显然了解过多的数学，但是却不了解足够的历史，或许事实上他们连数学都了解得不够”[⊖]。这里我想补充的是，他们其实

⊖ John Lanchester, “Heroes and Zeroes,” *New Yorker*, February 2, 2009.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

足够了解了。

伯纳德·麦道夫和我们是如何欺骗自己的

接下来，让我们来看看第二个话题，我们究竟是如何在金融市场中欺骗自己的。个人投资者和机构投资者都如同迷失了方向一样。前所未有的短线投机成为舞台上的明星，长期投资却退居幕后。我们当中的人过于贪婪，以至于他们宁愿相信他们的基金管理者可以轻松地战胜市场。如同孩子一样天真地为那些超额的回报（事实上根本不存在的）付出了高昂的代价，以及根本没有意识到作为华尔街润滑剂的市场有多强大。以上所有这些有害的力量合在一起造成了由伯纳德·麦道夫导演的庞氏骗局。

和格林斯潘不同，麦道夫只是这场危机中一个普通级别的贡献者，但也是最典型的那种。如同美国很多庞大而杰出的金融机构创造出的很多金融创新产品一样，麦道夫的庞氏骗局也是自掘坟墓。虽然，很多投资者为麦道夫基金的垮台感到震惊，以及为基金如此庞大的规模而感慨的时候，我们应该好好反思一下这一切其实来得并不那么突然。

事实上，麦道夫所宣称的投资回报是如此荒唐。在我漫长的职业生涯中，我的确见过一些基金经理取得过高额的回报，还有一些人获得了持续稳定的收益，他们都是凭借高超的技巧或是好运气。然而，任何一个老道的投资者都应该知道高额和稳定两个词同时用来形容回报，那或许还只是一个传说。然而，麦道夫还是吸引了很多富有而又自以为是的投资者。在大多数情况下，这些投资者把自己的财富托管给了那些掌握所谓“赚大钱”秘密的基金经理。这个秘密总是让人对财富的追求欲罢不能。然而可惜的是，这个战胜市场的秘密就是根本不存在什么秘密。

然而，“麦道夫知道聪明地赚大钱的秘密”的名声被一个又一个的个人投资者和机构投资者神化着，于是那些本应该清楚了解现实的机构投资者也迫不及待地加入了赚取高额稳定收益金钱的大军中。从某种意义上说，是那些卷入麦道夫骗局的母基金的基金管理者培养了麦道夫的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这个陷阱。那些数量众多的母基金的基金管理者向他们的客户推销麦道夫基金，只是因为他们个人可以从中获取财富。在短短的4年中，一家母基金的基金管理者仅靠此就收取了5亿美元的管理费，而他所做的就是简单地把客户的钱重新投入麦道夫的基金里去。基金经理们显然忽略了“信任，但是需要核实”这样一条被时间检验过的金科玉律，他们的尽职调查根本不合格。如此少量的付出却得到如此多的回报，这些人正是厄普顿·辛克莱笔下《永恒告诫》中那个鲜活的例子：“当被支付一小笔钱而被要求不去知道为什么的时候，这对一个人来说是多么不可思议啊。”

奥巴马总统：领导力和信心

我的第三个也是最后一个话题是关于“我们将何去何从”。我们目前面临的是我成年以来最严重的一场经济危机（我是在大萧条以前没多久出生的，所以我对大萧条并没有太多的印象）。这场危机波及范围之广远超出了我们的想象，它的复杂程度也远超出了我们中大多数（或许是全部）人的智力范畴。另外，我们所能提出的解决方法并没有多少先例可以拿来借鉴和参考，因此这些方法也不能保证一定会成功。解决危机和改革系统都需要牺牲和耐心，而这两点正是美国如今所缺乏的品质。

这时候，贝拉克·奥巴马登上了舞台。改革和变革来得都艰难且缓慢，也都需要领导力的支持。没有强大的领导力，我们都会迷失。作为一个公民，而非一个党派人士，我想表达我对奥巴马总统的充分信任，我相信他能够也一定会给我们急需的那种领导力。显然，他也很清楚这种挑战。让我们一起来回顾一下他的就职演说。

现在我们都深知，我们身处危机当中。国家的经济受到了严重的削弱，原因虽有一些人的贪婪和不负责任，但更为重要的是我们作为一个整体在一些重大问题上决策的失误，同时也未能做好应对新时代的准备。我们面临的问题也不是市场好坏的问题。市场创造财富、拓展自由的能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力无可匹敌，但是这场危机提醒我们，如果没有监管，市场很可能就会失去控制，而且偏袒富人的国家的繁荣无法持久。国家经济的成败不仅取决于国内生产总值的大小，而且取决于繁荣的覆盖面，取决于我们能否有能力让所有有意愿的人都有机会走向富裕。我们这样做不是为了慈善，而是因为这是确保实现共同利益的途径。

长期以来指导我们成功的价值观（勤奋、诚实、勇气、公平竞争、包容以及对世界保持好奇心，还有对国家的忠诚和爱国主义）却是历久弥新，这些价值观是可靠的。它们是创造美国历史的无声力量。我们现在需要的就是回归这些古老的价值观。我们需要一个新的负责任的时代、一个觉醒的时代，每个国人都应意识到我们对自己、对国家和世界负有责任，我们不应该不情愿地接受这些责任，而应该快乐地承担起这些责任。我们应该坚定这一认识，即没有什么比全身心投入一项艰巨的工作更能锻炼我们的性格，更能获得精神上的满足。这是公民应尽的义务，应做出的承诺。

当我聆听总统的就职演说时，我感慨于他出色的演讲能力。而当我阅读第二天的报纸时，我完全被那贯穿于他言语之间的力量、明晰以及现实主义所折服。虽然，他没有说“美国，我们已经受够了”之类的话(让我高兴的是，他在党内的任命演说中提及过)，但是他的言辞和价值观与我10个月前在自己书中提及的观点如此类似，这着实让我震惊。在我自己的书中，我问过这样的话“知足吗？美国”。从下面的文字中你是否能够找到我的理想和我们新任总统理想之间的共鸣呢？

美国人看起来物质“足够”丰富，但我们的传统价值观念正在渐渐地消亡，迟早有一天我们将完全失去这些价值。请不要忘记，从长期来看，任何一个国家的核心都不是权力，也不是金钱。而是那些价值观念，是它们在国家中的实践，使我们拥有了独立的人格；是坚持，是能屈能伸，是道德标准和美德让美国变得伟大。让美国保持并加强全球的地位和权力的不是美国在物质上的富裕，而是我们所拥有的品格、价值观和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

崇高道德。

这才体现了“知足”的真正意义。这一段言辞也足够让人沮丧，无论是在这个繁忙的早上，还是在我们不满足的漫长的冬天。这些的确是“能够磨炼一个人的灵魂的时候”，但是，请铭记这些文字之上永恒的智慧：“即便是这样，也将会过去。”所以，现在的危机也将会过去，只有时间和经济系统的弹性，还有美国资本主义发展中的重大变化，才能治愈我们伤痕累累的经济。对我来说，它并不会很快过去！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

DON'T COUNT ON IT

第 3 章

消失的珍宝：商业价值和投资价值[⊖]

我的母校是普林斯顿大学，它在我的人生中扮演着重要甚至是决定性的角色。当我再次回到这里的时候，我难以抑制住心中的兴奋之情。我很荣幸收到校友教育项目的副董事安德鲁·戈森（Andrew Gossen）的邀请，来参加本年度Maclean House系列讲座。“消失的珍宝”这个主题强烈地吸引了我，因为我一直深切地忧虑着“人类行为中逐渐消失的文化和价值”。

戈森董事写信给我（当然是通过电子邮件，纸质的书信在如今看起来也仿佛是一个消失的珍宝），希望我的演讲能够关注公司的伦理道德。因为商业价值和投资价值的沦丧是我第五本书《为资本主义灵魂而战》中关注的主要话题之一，所以我很快就高兴地接受了戈森的提议（当然，也通过电子邮件）。因此，在这里，我很高兴能够表达我自己的观点。

⊖ 本文改编自2007年3月15日在普林斯顿大学2007年度Maclean House系列演讲中的一篇讲稿。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为资本主义灵魂而战

请允许我从《为资本主义灵魂而战》一书中所描述的美国逐渐消失的价值开始说起。《为资本主义灵魂而战》这本书的开头，是在当代背景下对爱德华·吉本（Edward Gibbon）的《罗马帝国衰亡史》进行一些不寻常且适当的改编。比较以下两个句子。吉本说道："在公元2世纪，罗马帝国囊括了世界上最公平的地方和最文明的地方。"我说道："在20世纪末，美国囊括了世界上最强大的地方和人类最富有的部分。"㊀

我来补充说明一下吉本的结论，"可是罗马帝国终将会衰亡，一场革命将永垂青史，世界上每一个国家都能深深地感受到"。我相信任何一个有思想的读者都不会错过这一段。但是不管如何，我都将这样理解它，"吉本的历史提醒我们任何一个国家都不能把它的伟大当做理所当然，这一点从来没有例外"。《为资本主义灵魂而战》在《时代》杂志上所接受的两个慷慨的评论之一就这样说道，"即使极富洞察力的博格先生也不例外"。

我并没有在贬低美国。但是，我只是想警示大家，我们最好还是未雨绸缪。

罗马帝国衰亡的例子对那些和我一样信仰与尊重资本主义，认为它是美国伟大的源泉的人们来说，是一个强烈的警示。多亏了我们建立在生产设施私有化、价格市场化以及个人自由之上非凡的经济体系，我们得以成长为历史上最繁荣的国家以及地球上最强大的国家，更重要的是，我们成为那些迟早要为全人类所接受的"对生命、自由和追求幸福不可剥夺的权利"价值观念最崇高的楷模。

但是，有些地方出问题了。

㊀ Edward Gibbon, *The Decline and Fall of the Roman Empire* (1776-1788; New York: Random House, 2003); John C.Bogle, *The Battle for the Soul of Capitalism* (New Haven: Yale University Press, 2005).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在20世纪最后这些年，我们的商业价值腐朽到了相当的程度。贪婪、自我、物质化以及浪费看起来成了当今资本主义特有的景象；巨大的并仍在加剧的贫富差距；贫穷和缺乏教育；对世界资源的滥用，政治体系被公司的金钱所腐蚀。所有的这些都是这个体系扭曲变形的表现。

在这里，资本主义的灵魂闪亮登场了。书中这样写道："人类的灵魂，像托马斯·阿奎纳所定义的那样，是一种肉体的形式，是从形成之时就一直鼓舞、包容和塑造个人的伟大力量，它把生命中所有的力量都吸引到其中。"而在我们世俗的世界中，资本主义的灵魂是一种一直鼓舞、包容和塑造着我们经济系统的伟大力量，它把世界上所有的力量都吸引到其中。所以从某种意义上，用"为重建资本主义的灵魂而战"这样的词来形容我们为使系统回归到它引以为豪的根基而做出的努力一点都不为过。

理想主义从来没有退缩过。在阅读以下的文字之前，读者们可能甚至连本书的"美国公司究竟出了什么问题"这一章节都没有读过：

在某种更广义的层面上，问题的根本就是我经常引用的约瑟夫·坎贝尔老师所说的那些文字所描述的一种社会变革。"在中世纪，当我们靠近一座城市的时候，我们的目光总是最先被大教堂所吸引。而如今，吸引我们的则是那一幢幢的商务大楼。到处都是商业、商业、商业。"我们都已经变成了坎贝尔所谓的社会底线。然而，如今我们的社会开始关注那些错误的社会底线：形式重于实质；虚名重于美德；金钱重于成就；魅力重于个性，短暂重于持久；财富甚至重于上帝。

职业化vs商业化

在从往日严格的传统价值到今天变通的价值转变中，最明显且最让人担忧的表现形式是从我们职业化协会渐渐过渡到了商业化企业。根据哈佛教育学研究生院的教授霍华德·加登纳（Howard Gardner）和卡内

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基基金会的创始人李 S. 舒尔曼（Lee S Shulman）合著的一篇文章中所描述的，[⊖]仅仅在40年前，《代达洛斯》还自豪地宣称“在美国日常生活的每个角落里面，职业化都取得了伟大的胜利”。然而从那以后，职业化就不得不开始面临一整套全新的压力，从新技术的不断进步到赚钱变得越来越重要。

让我们来考虑一下，当我们讨论职业化和那些专业人士的时候，我们究竟指的是什么。加登纳和舒尔曼定义的职业化具有以下六个普遍的特征：

▲ 具有一种狭义上对客户利益的承诺，广义上对社会整体福利的承诺；
▲ 具有丰富的理论和专业知识；
▲ 只有这个职业特有的一系列专业的技能、实践和表现；
▲ 在道德不确定的情况下，可以用正直来作为判断的标准；
▲ 具有一种有组织的方式，不管是个人的还是集体的，从经验中学习，在实践中成长；
▲ 发展出一个专业人士的团体，来负责监督控制他们在职业行为和职业教育中的质量。

他们后来又补充了这样一些美妙的文字，“任何一种职业的主要特征就是有责任感地、无私地、聪明地去服务……从而在专业人士和社会之间建立一种内在的道德关系”。

当我们谈及专业人士的时候，我们可能最先想到的是内科医生、律师、教师、工程师、建筑师、会计师和牧师。我想我们也都会就此达成共识，那些为别人委托管理金钱的受托人们（起码理想点看来）也应该是专业人士。然而，古老的价值从一个职业接着一个职业中明显地减弱。其中主要的原因就是我们的老朋友（或是敌人）——底线社会。这种不受抑制的市场力量不仅仅对我们的职业化提出了强有力的挑战，更在某

⊖ “The Professions in America Today: Crucial but Fragile,” *Daedalus*, Summer 2005,13-18.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些场合，完全颠覆并发展了几个世纪以来我们职业行为中的传统标准。

可悲的是，在我们大多数职业当中，合法性的基础已经渐渐被侵蚀了。[⊖]在《代达洛斯》刊物中的一篇文章中，作者宣称“市场会自我调整，道德上自给自足地”维持现有职业标准的想法显然看起来缺乏足够的论据。事实上，这种不明智的想法一直盘踞在近些年我们社会失败的根源之处，同时掩饰了这样的想法，“专业人士应该有着要运用他们的专业知识去完成一个激发热情和超越自我使命的承诺，他们应该背负这种承诺去尽职工作”。当然，在《代达洛斯》的另一篇文章中，我们都意识到了“追求一项高贵的使命常常是痛苦的……只有那些真正信仰这个使命，并且对傲慢、自大、不明智信仰以及扭曲的判断所带来的危害有着清醒的自我认识和谨慎态度的人们才可以真正不让使命失控”。

这些危害其实已经逐渐侵蚀了某些职业，并给我们的社会带了无法预计的损害。这些改变带来的严重后果已经渐渐显现出来。在会计师行业，我们曾经的“八大会计师行”（现在只剩“四大”了）开始为他们的审计客户提供利润丰厚的咨询服务，开始由一个独立而专业的一般公认会计准则下的评估人转变成了管理层的商业伙伴。安达信的倒台以及它的客户安然公司的破产，仅仅是这些利益纠缠关系所带来一系列影响中的一个例子罢了。

我们再来思考一下，在我们的新闻业“陈述性”（公布）文章的数量渐渐超过了“撰写性”（编辑）文章的数量，越来越多的丑闻登上了受人尊重的刊物——《时代》杂志、《洛杉矶时代》杂志和《华盛顿邮报》。类似的转变同样发生在医疗行业，人们对病患的关怀被我们庞大医疗体系下的医院、保险公司、制药公司、销售公司以及健康保健机构（HMOs）的商业利益所取代。

总的来说，专业人士同客户之间职业化的关系已经逐渐被商业化的关系所取代。如今，所有服务的使用者都被当做买家，而服务的提供者

⊖ 这段文字中的灵感来源于美国艺术和科学研究院的期刊《代达洛斯》杂志同一期中其他的一些文章。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都成了卖家。换个方式来说，就是提供者如同一个榔头，而使用者成了钉子。请不要认为我很幼稚。事实上，如果入不敷出的话，没有任何一个机构（甚至是最忠于信仰的那些机构）可能长期地生存下去。然而，当我们国家中那些最引以为豪的职业，包括审计行业、新闻业、医疗业、法律业、建筑业以及信托业都开始渐渐从传统地为服务公众利益开始转向为如同商业机构一样寻找竞争优势的时候，那些依赖它们服务的客户们最终就只能成为输家了。

在几年前，作家罗杰·洛温斯坦（Roger Lowenstein）也同样惋惜那些曾经在对客户正直、道德以及不屈的忠诚的世界中牢牢扎根的“加尔文主义的崇高品德”的丧失。[⊖]他写道，“美国的职业化已经变成了丑陋的商业化……那些会计师行甚至开始赞助高尔夫巡回赛”（或许应该补充到，那些共同基金不仅赞助，甚至还买下了体育场的冠名权）。他总结说：“为独立性而战是永远不可能胜利的。”换个方式说，就是我们开始从认为“总有一些事情一般人不会去做（道德绝对主义）”转变到认为“既然别人已经在做了，那么我也可以做（一种道德相对主义形式）”。

商业价值和投资价值的沦陷

现在我们来看看商业企业如今的状态吧——特别是那些庞大的上市公司和我们的投资机构（它们很多也都被庞大的金融混业集团所持有）。当然，这两类公司都代表了一种商业化和职业化的混合，然而它们都偏离资本主义的传统价值观很远了。现代资本主义发源于18世纪后期英国的工业革命，它的血脉中本应该流淌着企业家的精神和冒险意识，它的发展应该伴随着的是融资、激烈的竞争、自由市场以及赚取的利润应该属于股东。在这个早期资本主义的价值观中心是最基本的原则——信任和被信任。

这并不是说，资本主义在长期历史上从来没有被严重的失败洗礼过。其中有些是道德上的失败，比如在早期的工厂中虐待劳工，经常是童工，

⊖ Roger Lowenstein, “The Purist,” *New York Times Magazine*, December 28, 2003, 44.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还有些失败是破坏公平公开的竞争规则，比如对石油的垄断和掠夺。但是在20世纪晚期，失败又一次降临到我们身上——资本主义体系本身的腐朽。不仅仅是"信任和被信任"的原则变成了衰退的角色，我们公司的所有者们也在系统的运行中被降级成一个次要的角色。㊀

我认为，在这场有害的改变背后主要有两个推动力。第一个是我们的所有者社会（公司的绝大多数股权由股东直接持有）渐渐失去了它的分量和效率。从1950年开始，个人投资者在美国公司所占的股份从92%下降到了30%，而由机构投资者间接持有的股份由8%上升到了70%。我们古老的所有者社会已经一去不复返了。现在我们所处的是"代理社会"，在这里我们的金融代理中介有效地控制了美国公司。

然而，这些新的代理中介并没有按照它们应有的方式去行事。我们的公司、养老金基金管理者和共同基金管理者，总是常常把自己个人的利益摆在委托人利益的前面。这些委托人正是他们职责所在应该效忠的人群，正是那一亿个美国的家庭，正是那些共同基金的持有人和养老金计划的受益人。正如亚当·斯密在两百多年前睿智地指出的那样，"那些为别人照看金钱的管理者，在照看自己金钱的时候与照看客户金钱有着同样的警觉。因此，他们很容易分散自己的精力。疏忽和浪费一定会发生的"。如今，疏忽和浪费同样发生在公司董事和基金经理的身上。

资本主义价值沦丧的第二个原因是投资者/代理不仅仅看起来忽略了委托人的利益，更仿佛忘了他们自己的投资原则。在20世纪晚期，主流的机构投资策略从睿智的长期投资转变为愚蠢的短线投机。最近这些年中，我们开始进入了这样一个预期投资的时代。在这个时代中，对公司增长的预期（特别是盈利指引和它发布之后完成的情况）的不择手段成为了投资者的口号。更不用提那些报告上的利润很多都是会计工程的产物，这一切都是为了服务于关注短期利益的公司管理层和华尔街股票分析师。

㊀ 多亏了我在普林斯顿的那些有洞察力的听从的评论，演讲后我又在我的原稿中添加了一些评论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当股票的长期所有者变成了短期租赁者时，当对股票价格的精准追求取代了对公司本身内在价值的永恒渴望时，对公司治理的关注就最终成了受害者。公司董事唯一的也是最重要的职责，就是确保管理层在为股东们创造价值，然而我们的投资者看起来似乎并不关心管理层们是否把这个目标摆在第一位；我们的机构代理们现在拥有对公司绝对的投票控制权，但是我们从基金管理者那里听到的却只有沉默。不仅仅是因为他们更乐意做短线投机而不是长期投资，更因为他们正在管理着他们持有股权的公司的养老金计划和节约计划，这就导致了在关键的代理投票权问题中产生了严重的利益冲突。这种利益冲突无处不在，所以据说基金管理者不想去触犯的只有两种类型的客户：现有的客户和潜在的客户。

在美国公司中，我们都目睹了管理层的薪酬以令人难以置信的速度增长。但是，这些增长毕竟和公司的业绩表现不匹配，更和普通雇员真实（剔除通胀）工资可怜的涨幅不匹配。我们都目睹了玷污财务报表圣洁的会计操作，我们也同样目睹了我们本依赖其协助我们监管管理层的传统的看门人——我们的监管者、立法者、审计师、律师和董事们的失败。

"愉快的共谋"

回到1999年，我曾经把对公司股票价格共同的关注描述为我们的公司和投资行业"愉快的共谋"。公司和投资行业之间彼此促进并且彼此利用。传统而长久的价值观也在这场共谋中被削弱了。这个共谋的网络是如此之广，涵盖了公司管理层、首席执行官、首席财务官、董事、审计师、律师、华尔街的投资银行家、卖方的分析师、买方的基金管理者们。事实上，连机构投资者和个人投资者都包含在内（只有做空者在局外凝视着，他们是小众的人群）。这些人的共同目标就是提高公司的股价。提高的公司股价会让华尔街开心，提高它被收购的价格，让管理层在执行股票期权的时候获取更多的利润，吸引雇员们在节约计划中持有自己公司的股票，并会让股东们开心。但是，如何来提高股价？瞄准更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高的长期利润增长，在短期进展中给会计部门常规的指导，永远都努力达成预期并且不管是不是不择手段。

但是这究竟哪里错了呢？正如我在1999年的评论中听说的那样，“我们想当然地认为利润的增长可以稳定而持续，而迟早有一天，我们会为此付出令人不愉快的代价”。当然，我曾经就已经膨胀的典型“新经济”的泡沫将会带来严重的后果给予了警告。在“新经济”中股价已经被不现实的预期和非理性的繁荣哄抬得过高了。最终，永恒的真相将重新浮出水面。“公司股票的价值等于公司未来现金流的折现。”再一次，我们了解到了股票市场存在的目的只是简单地为那些承诺提供未来现金流的股票提供流动性，而让投资者认识到真正的价值永远都只是未来现金流的折现。

我们再次意识到公司必须赚取真金白银。然而，回到1981年，公司管理层对未来五年的年均利润增长率的普遍预期大约是11.6%，这是20年来真实的年均利润增长率6.3%的近两倍。正是由于公司管理层和金融机构们快乐的共谋（依赖于预期而不是真实情况）使我们都目睹了股价的疯涨，所有泡沫都不可避免地膨胀开来。接下来，价值的观点才慢慢回归到股票市场中。

令人震惊的是，资本主义体系的失败真是无所不在。尽管，我们常常说问题只是出现在少数坏苹果身上，但是这个装苹果的木桶本身已经开始出现很严重的问题了。例如：

▲ 是的，仅仅只有很少一些公司问题严重，诸如安然公司、世通公司、阿德菲亚公司和泰科。但是，在最近的五年中，上市公司5 989次重新修改了它们的利润报告，这些公司的总市值高达4万亿美元。这都足以反映上市公司所采取的过于激进的财务处理方式。

▲ 是的，投资银行的丑闻“仅仅”牵扯到12家，但是在它们中间有8家是全美排名前9的公司。由于纽约州大法官艾略特·斯皮策（Eliot Spitzer）的介入调查，使得它们最终同意支付13亿美元的罚款。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

▲ 是的，类似地，“只有”很少的几家保险公司卷入了操作竞标的丑闻。这个丑闻也是艾略特·斯皮策先生揭露的。但是这些被卷入的公司中包含了保险行业最大的公司——美国国际集团、Marsh & MaClennan、ACE、Aon和Zurich，它们都同意调解诉讼，从而支付上亿美元的罚金。

▲ 是的，有一部分大型共同基金的基金经理没被卷入艾略特·斯皮策先生和他的员工揭露的不光彩的选时交易的丑闻中，但是在涉案的23家基金中大多数规模都非常庞大，它们总计持有1.5万亿美元的资产，这大约是整个共同基金行业管理的长期资产规模的1/4。

共同基金行业的迷失

在这样一个背景下，我现在来谈谈我付出整个职业生涯的共同基金行业。对于我来说，痛苦的是不得不承认共同基金行业在很多方面都是我之前描述的商业价值和投资价值沦陷的典范，甚至在我1951年开始我的职业生涯之前，我就和这个行业颇有渊源。事实上，在1949年12月，我偶然地拾起一本《财富》杂志并被其中的一篇关于共同基金的文章深深打动了，之后我在经济学课程的论文中开始了我对共同基金的研究。这篇经济学课程的论文题目叫做《投资公司的经济作用》。

在我写那篇论文的时候。共同基金行业的总资产规模大约为20亿美元。而今天，这个数字达到10万亿美元，以每年17%的速度增长。这个增长率超过了几乎任何一个公司的增长率（作为比较，人寿保险公司的资产总额从530亿美元增长到了4.7万亿美元，而相对共同基金规模的比例从25倍下降到0.5）。共同基金已经成长为全美最大的金融机构。

然而，我们却迷失了自己的方向。我们曾经是一个只带有些许商业元素的专业化职业，但如今我们却变成了带有些许职业化元素的商业了，并且所包含的职业化元素极少。我们曾经是如此关注管理和投资，而如今我们的眼中只有推销和进一步的融资；我们曾经是一个优秀的保管人，可是如今我们却变成了推销员。共同基金行业变成了我之前描述的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

底线社会的楷模，甚至是领袖了。为了让大家不至于觉得我的话危言耸听，让我来列举七个例子吧：

▲ 在1951年，共同基金管理公司都是相对较小的公司，所有权由委托人私人持有。基金管理者都是投资方面的专业人士，他们为基金所有者进行审慎的投资来赚取明智的资本回报。而如今的共同基金管理公司一个个都是庞然大物，所有权主要由那些庞大的金融混业集团所持有。管理基金的是那些优先考虑自己投资回报率的商人。

▲ 在1951年，大多数股权共同基金还都比较保守。它们把投资组合广泛分散在蓝筹股当中，从而赚取一个和整体市场相近的收益。这也让投资者在选择基金的时候相当简单。但是今天，共同基金行业变得如此让人炫目的多样化。这种多样化足以让霍华德·强森饭店(Howard Johnson's Restaurant）汗颜，因为这家饭店也才只提供28种口味的冰激凌而已。如今，那些老牌中庸的股权基金仅占到4 300只此类基金中的1/10。如今的股权基金已经不仅包括晨星公司的标准九类（大盘、中盘、小盘、价值型、成长型以及混合型），还包括了各式各样特色的基金（科技类、互联网类、能源类以及黄金类等）和外国基金（日本、韩国、土耳其以及新兴市场等）。现在要选择一只“正确”的基金可得额外花些工夫了。

▲ 顺应时代的主流，基金管理者开始从关注睿智的长期投资转向关注愚蠢的短线投机。在1951年（以及之后的20年当中），资产的换手率大概是每年16%；然而，在最近5年中，一般基金的资产换手率平均在100%左右，增长了6倍。是的，那个曾经拥有股票的行业变成了租赁股票的行业。

▲ 在1951年，由审慎的投资委员会集团管理的基金在做投资决策时总是深思熟虑的。但是今天，基金行业的资产大多数都被投资经理个人所掌控，他们可以针对价格的波动来迅速交易股票（的确，非常的迅速）。这一部分是因为营销的原因，我们开始推出我们的“明星

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金经理”。这至少是在暗示投资者，明星基金经理们具有持久的能力，从而可以为他们带来超凡的收益。然而，这些一时的明星们最终的命运都是重新沦为普通大众。事实上，他们都曾经如彗星般闪耀过天空，但是最终只是消失于黑暗之中。没有证据可以表明投资方法的巨大变化会给共同基金的持有者们带来任何好处。事实上，带来的只有坏处。

▲ 在1951年，基金行业被限制只能刊登发行广告，基金在宣传业绩时被给予了严格的限制。曾经有一段时间，它们连每年的收益都不能刊登。但是如今，那些获得极高收益率的基金公司（通常它们都采取极端和高风险的投资策略）在报纸、杂志和电视上随意地推销自己的产品，吹嘘它们的业绩（当业绩不错的时候，可惜，过去的业绩并不代表着未来的表现。在投机市场上，未来往往和过去相反）。最终，还是那些基金份额的持有者为这些推销付出了代价。

▲ 因为这些基金的不断增长和天花乱坠的营销，基金的投资者们非常渴望抓住有利的市场趋势，他们也以疯狂的速度反复倒腾着他们的金钱。不管你相信与否，在1951年基金持有人平均持有年限是16年。但是，如今这个数字缩小到了4年，虽然不得不承认，这比2000年时的平均持有年限2年要高了一些。2000年时，非法的限时交易的丑闻正值高峰。那时，很多基金经理们，包括一些业内最大公司的经理，和一些对冲基金客户合谋来快速地短线交易基金份额，从而稀释他们长期投资者的收益。这是从“总有一些事情一般人不会去做”转变到“既然别人已经在做了，那么我也可以做”的年代中一个典型的缩影。我直接目睹了这一切。

▲ 重要的是，基金的费用从我加入这个行业以来已经增长了很多倍。在1951年，基金的资产规模总计25亿美元，平均每一份基金所负担的费用率（费用除以总资产）大约是0.77%。然而，去年股权基金的资产总计达6.3万亿美元，平均每一份基金所负担的费用率大概是1.43%，几乎是1951年的2倍。因此，总的基金费用从1 500万美元增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长到510亿美元，整整260倍。[⊖]不仅基本的费用结构上升了，而且由于管理别人资产所带来的整体资产规模效益都被基金经理们不当地霸占了。几乎没有例外。在1951年最大的八只基金中的七只，它们的费用率从0.6%上涨到了1.1%。只有一家基金下调了费用，由0.6%下调到了0.32%（这家基金就是先锋惠灵顿基金）。

是的，所以可以很公平地说，我在早期论文中所描述的完美的原则（比如基金应该按照最诚实并且有效而节省的方式运营，这个行业应该关注削减营销成本和费用率，“以及共同基金的核心原则应该是服务它的股东”）不仅没有实现，反而被亵渎了。随之而来的，是我们这个行业早期的那些商业价值和投资价值都成了逐渐消失的珍宝。

希望的土地

在我痛斥当今的资本主义之时，如果没有那些投资界值得尊敬的大师对我的观点的认同，我恐怕还会有些犹豫。但是那些在商业领域和投资领域享誉盛名的领袖也站出来大声疾呼，这给予我极大的支持。例如，卓越的金融家、经济学及历史学家亨利·考夫曼（Henry Kaufman），在他2001年出版的引人注目的著作《论货币和市场》中，这样说道：

毫无约束的金融企业家能力变得有些过分了，这是如此具有破坏力，将会导致对金融系统的基本法律和道德要求最严重的滥用，甚至可以说是践踏。这种滥用将会削弱一个国家的金融结构和公众对金融行业的信心……只有通过改善企业创新和更多传统价值（审慎、稳健以及安全稳固）之间的平衡，才能改善我们金融系统中的投入产出比率……当金融强盗们和漫不经心的公司管理层开始越线的时候，这将伤害到每一个市场参与者。在混乱中，金融托管制度的概念被遗弃太多次了。[⊜]

⊖ 股票型基金的资产加权费用率从0.60%增长到0.80%。

⊜ Henry Kaufman, *On Money and Markets* (New York: McGraw-Hill, 2001).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

考夫曼博士并不孤独。拉扎德公司极受人尊敬的前任管理董事菲利克斯·罗哈廷（Felix Rohatyn），就是另一个站出来大声疾呼的华尔街人士。以下是他在几年前《华尔街日报》发表的一段文字：

我是一个美国人，一个资本家，我相信市场资本主义是有史以来最好的经济制度。但是，它需要公平，需要监管，需要道德。然而最近几年中，当金融资本主义和现代科技被赤裸裸的贪婪所支配滥用的时候，这一切都显得有些过头了。只有资本家才可以毁灭资本主义，但是我们的制度不能容忍更多的那些我们所目睹的滥用，我们的制度同样也不能容忍我们正经历着的社会和金融的两极化。㊀

事实上，在很多重要的方面，无形的手都让我们失望了。以下是亚当·斯密在《国富论》中写到的熟悉的文字：

并不是因为屠夫、面包师和酿酒师的好心肠为我们提供了丰盛的晚餐，而是他们对自己利益的考虑。但是，通过使得生产物价值最大化的方式去管理经营自己的产业，每个人都被一只无形的手所引领着，而最终达到一个并非他本意想达到的目的。

在2004年《代达洛斯》杂志上的一篇文章中，诺贝尔经济学奖得主约瑟夫 E. 斯蒂格利茨深入探讨了无形的手。在“完美竞争、完美市场和完美信息”的假设中，自私被评价为一种道德品质。但是，这个假设是不成立的。如同斯蒂格利茨的朋友萨缪尔森（也是诺贝尔经济学奖得主）在他经典的《经济学》第1版中所提到的（这是我于1948～1949年在普林斯顿大学学习的教材）那样，“完美市场就如同萧伯纳提到的基督世界一样，是永远不可能达到这样的状态的”㊁。虽然如此，斯蒂格利茨补充道：“拥有高水准信任、忠诚以及诚实品质的社会运行起来要比缺乏这些品质的社会好得多。经济学家现在开始着手研究那些非经济性质

㊀ Felix Rohatyn, “Free, Wealthy and Fair,” *Wall Street Journal*, November 11, 2003.
㊁ Paul A.Samuelson, *Economics:An Introductory Analysis* (New York:McGraw-Hill, 1948).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的价值，而正是那些价值促进了经济的表现。”

因此，我们该做些什么呢？既然我们对修复这些价值和品质的决心不再动摇，很容易就能找到我们应该走的路。如果每一个投资者，不仅是那些自己直接持有股票的投资者，还有那些通过共同基金间接持有股票的投资者，都可以照看好自己的利益的话，我们寻回资本主义消失珍宝的伟大之旅就开始启程了。我认为，在这里，亚当·斯密的无形的手会帮助我们。

只有当聪明的投资者抛弃了那些愚蠢且昂贵的短线投机，并重拾无价且智慧的长期投资之时，只有当聪明的投资者彻底克服那些让他们背叛长期投资策略的情绪之时，只有当聪明的投资者摆脱了那些让战胜市场的游戏变成失败者游戏的高昂成本之时，他们才能够达到自己的财务目标。当他们真的这样行动了（也一定会这样行动），我们的金融代理们也将不得不重新关注对公司的长期投资，而不再是对股票的短线投机了（在我本月最新出版的名为《常识投资手册——保证股票投资收益份额的唯一之路》的书中，我很清楚地说明了这一点）。

“公正的旁观者”

然而，我们需要更多。既然我们的中介代理社会让我们的所有权如此分散在1亿个共同基金持有人和养老金受益人的手中，我们就需要从消失的所有权社会中，从我们失败的代理社会中创造出一个全新的“信用社会”。在这个社会中，联邦法律要求我们的代理始终把委托人的利益摆在第一位，要求我们的代理始终履行专门为受益人服务的受托责任。这种责任将直接要求代理们有效并负责任地参与上市公司的公司治理，也要求代理们对职业保管人传统价值的回归，他们早该如此了。

我们同样应该提高对公司和金融机构领导人适当行为的期望值。因此，除了亚当·斯密举世闻名的“无形的手”之外，我们同样呼吁亚当·斯密那不太有名的“公正的旁观者”。“公正的旁观者”第一次出现在亚当·斯密早期的著作《道德情操论》中，“这是从我们内在价值中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

孕育而生的伟大而又高贵的力量。正是我们内心的那个具备我们生存社会素质的小人，甚至说是灵魂，给了我们最强烈的召唤”。用亚当·斯密的话来说，“这就是理智、原则、良知的居民、内心的人、伟大的法官和我们行为的仲裁者”。

是他，用一种足以震慑我们心中最冲动而富有激情的声音向我们高呼，我们只是芸芸众生之一，丝毫不比任何人更为重要，并且高呼，如果我们如此可耻和盲目地看重自己，就会成为愤恨、憎恨和咒骂的合宜对象。只有从他那里我们知道自己以及与己有关的事情的确是微不足道的。这就是公正的旁观者。是他向我们指出了慷慨行为的合宜性和不义行为的丑陋；指出了为了他人较大利益而放弃自己最大利益的合宜性；指出为了获得自己最大的利益而使他人受到最小伤害的丑陋。在许多场合促使我们去实现神一般的美德，不是对邻人的爱，也不是对人类的爱。他通常是在这样的场合中产生的一种更强烈的爱，一种更有力的感情，一种对光荣而又崇高的东西的爱，一种对伟大和尊严的爱，一种对自己品质中优点的爱。

用这些强大的文字，亚当·斯密描述了我在最初提及的几乎所有的传统道德原则。既然公司价值和投资价值正在消失，那么它们应该还没有彻底消失。的确，还是有一些公司和金融机构，虽然远远不够，但仍始终保持着传统的价值观念，尽管社会一直逼着它们随波逐流。

今晚，在我表达我的这些观点的时候，我注意到了一个美妙的讽刺。就在1949年那一期激起我在普林斯顿大学论文灵感的《财富》杂志上，还有一篇文章叫做《美国商业道德史》，虽然我在1949年时没有阅读它。但是，我在半个世纪后读到了这篇文章。我所思考的资本主义消失的珍宝（商业与投资价值的沦丧）看起来与那篇《财富》杂志上的古老文章所表达的商业道德责任有着极大的关系。那篇文章开始注意到盈利并不是美国商人劳动背后唯一的动机。其他的动机还包括爱的力量、威严、无私、好战、爱国和希望通过产品或是机构名垂千古。是的，正是上面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些动机。如我在其他论坛中所说的，我也同意《财富》杂志关于美国社会应该一直以来反省自己“什么才是美国社会的道德凭证？商人的权力”的观点。其中一个答案来自《财富》杂志所引用的1844年威廉·帕森思（William Parsons）的话，“商人的正直”是把一个好的商人描述为“愿意自己承担一些风险的企业家，但是他们在照看别人交付其保管的财产的时候却不愿冒一点风险，他们会小心地不纵容任何挥霍，尽量用简单的方式行事，不张扬他们的习惯，他们已经不再仅仅是一名商人，更是一个具有上进思想、美丽心灵和坚强性格的人”。

当我读到163年前，那些鼓舞人心的文字的时候，它们看上去就仿佛为我量身打造一般，正适合今晚我们谈论的主题。关于思想，我依旧每天都在努力地提高我的思想，我回味每一件正在发生的事情，阅读历史，调整那些已经深深扎根在我头脑中的信仰。关于心灵，我想我比任何人都沉迷于陶冶和培养它。就在三周前，我刚刚庆祝了我心脏移植手术的11周年纪念日，我在1996年接受了心脏移植。而关于性格，不管我具有多么高尚的道德，我还是试图把我的灵魂和精神投入我的家庭和事业中，投入我在若干年前成立的一家小公司的性格形成当中。这家公司关注于保管业务，这可是一项拥有很多职业化因素的业务。

因为我们提到了先锋集团，我们不得不说虽然“每一个人都有能力改变世界”，但是重新找回正在消失的商业和投资价值的重任不是仅仅一个人所能够承担的。我们需要智慧以及从商业领袖和投资领袖那里获得反省，以便从历史中吸取教训，意识到不管今天的公司和投资机构的业务对它们的经理来说是多么有利可图，长期来看这些行为都是具有自我毁灭性质的。我们需要所有的投资者加入我们的队伍，来要求我之前描述的“信仰社会”的建立。我们需要提醒我们的公民去尊重那个公正的旁观者。正是公正的旁观者要求实业界领袖和金融界领袖们做出高尚的行为，以及对传统价值的回归。如果不能做到这些的话，我们的珍宝真的会彻底消失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

DON'T COUNT ON IT

第 4 章

道德危机[⊖]

最近，我收到了一封来自先锋集团一名股东的信，信中他把目前的全球金融危机描述成一场道德部分的危机。用“道德”这个词来代替我们通常所用的“史诗般”这个词，这不仅是一个巧妙的措辞变化，更准确地描述了在这场危机中传统道德标准的沦陷所起的重大作用。

贸易领域、商业领域和金融领域，几乎都没有从这个浪潮中幸免。按照亚当·斯密的“无形的手”的理论，我们在追求自身利益的同时促进了公众整体的利益。我们的社会也曾经正是依靠着市场和开放的竞争创造了繁荣与富裕。

然而，现在这种追求自身利益的行为超出了无形的手的控制。社会发展成了“底线社会”，在那里成功在很大程度上是用金钱来衡量的。美元变成了新王国中的硬币。无拘无束的市场力量彻底颠覆了已经形成了几个世纪的传统职业行为标准。

最终的结果，就是社会的转变。从“总有些事情人们不会去做”转变为“如果别人都在做，那么我也可以做”，从道德的绝对主义转变为

⊖ 本文改编自2009年4月21日出版的《华尔街日报》的专栏文章。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

道德的相对主义。在我们社会价值的转变中，我们的商业道德成了巨大的牺牲品，而职业标准也在这一片混乱中迷失了。

我们似乎都忘了任何一种职业的驱动力，除了包括专业的知识、技能和标准之外，还需要尽职、无私和智慧的义务，以及在专业人士和社会之间建立一种潜在的道德关系的职责。信任与被信任，这一个古老的概念不仅仅是被广泛接受的商业行为的标准，更是一把在市场中打开成功之门的钥匙。可是如今，它似乎看上去已经成了过时的玩意，作为一个远去时代的遗物罢了。

这场排山倒海般的危机最可能的原因通常被归结到信用之上，我们的商业银行家和投资银行家对待风险的傲慢的态度，证券化、借款人和贷款人之间传统的联系因此被割断，通过令人吃惊的复杂的衍生产品而建立在金融体系之上的巨大的杠杆，以及我们监管者的失败。

然而最大的原因，是我们忽略了正发生在我们眼前的资本主义本质的巨大变化。简单点儿说，这种变化就是我们庞大的实业公司以及庞大的金融机构不再如当年“所有者社会”中由所有者来控制，而是在当今的“代理社会”中由那些最终所有者的代理中介来控制。

上市公司的管理层把自己的利益摆在了公司股东的利益前面，而持有全美上市公司几乎70%股权的基金管理机构却欣然接受了这个事实。实际上，这些基金管理公司做着肤浅的证券分析研究，忽略了公司治理的问题，以及以前所未有的速度快速交易着股票。它们所做的这一切酝酿了这场史无前例的投机狂欢。

亚当·斯密极有先见之明地这样描述如今的公司和机构的管理层（他们中的大多数自身被庞大的金融混业集团所控制）。

那些为其他人管理财富的管理者很少像看管他们自己的财富那样谨慎地去看管他们客户的财富。他们可以轻松地为自己找到借口。疏忽和浪费就难免会发生了。

我们的公司、金融机构以及政府的领导人的渎职和错误判断，下降

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的道德标准以及我们新的代理社会的失败都映射出资本主义的失败。自由市场的捍卫者（美联储前任主席）艾伦·格林斯潘和我的观点一致。在他上一年向国会提供的证词中，他承认，这个失败是自己一直以来使用的世界经济运行模型中存在的一个缺陷。正如一个记者所说的，在这里发现缺陷简直是太可怕了。

所以，接下来应该做些什么？我们必须着手开始建立一个“信用社会”。在这个信用社会中，联邦法规要求那些必须对别人的钱负责任的管理层和代理机构把他们承担服务义务的股东和委托人的利益摆在首位。他们必须关注长期价值投资而不是短线投机，必须在选股中做好尽职调查，必须对公司施压以便按照股东的利益去治理。这些在整体上都反映了他们对社会的责任。然而，这可不是一个简单的任务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

DON'T COUNT ON IT

第5章

黑色星期一和黑天鹅[⊖]

今天作为1987年10月19日即著名的黑色星期一的20周年纪念日，为我们提供了一个很好的平台来重新思考风险在金融市场中所扮演的角色。在那一天，道琼斯工业指数从2 246点下跌到1 738点，跌幅达到令人震惊的508点，大约25%。这次下跌幅度几乎是前一次最大跌幅13%的两倍。上一次下跌发生在1929年10月24日，被称为黑色星期四。黑色星期一，给我们提前很久就敲响了警钟，提醒我们大萧条曾经就在眼前。[⊜]

股指从最高点开始下跌，直到灾难性的黑色星期一的爆发，美国股票的总市值大约跌去了1万亿美元。这个极大的下跌似乎震惊了每一个市场的参与者。然而，还是有一些老手对它的到来并没有感到吃惊。格林伯格，贝尔斯通公司的前任主席，就说过“这只是市场波动而已，没什么新花样”。就在黑色星期一爆发的一年前，我就同我先锋集团的同

⊖ 本文改编自2007年10月11日在风险管理协会的一次演讲稿，之后在（2008年3月/4月）的《金融分析师》杂志上发表。本文同时荣获2008年的Graham & Dodd Perspective Article大奖。

⊜ 从1929年9月的最高点381点到1932年7月的最低点41点，道琼斯指数令人震惊地下跌了90%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事们说，即使道琼斯指数下跌100点，或是有些从来没有发生过的事情，都是有可能发生的。为什么？因为如我所说，“在股票市场中，一切皆有可能”。

虽然这是老生常谈了，但是我今天还是要着重强调这一点。金融市场本质和结构的改变，以及市场参与者激进的转变，使得市场中更容易发生如此猛烈而让人意想不到的偏差。在过去几个月中，我们所目睹的非凡的市场波动就证实了这一种可能性。曾经股指日波动幅度超过2%的情况全年只会出现三四次，然而在最近的一个月中我们就目睹了8次这种情况。更讽刺的是，其中4次是上涨，另外4次则是下跌。如果按照过去的历史经验去判断的话，出现这种情形的概率为0。

因此，今天我希望最先提出的观点（也是最基础的观点），就是把概率论的法则用在我们的金融市场中是非常不明智的。事实上，没有任何证据表明，历史上从来没有发生的事件在将来不会发生。打个比方来说，即使人类看到的天鹅都是白色的，也并不能代表世界上就不存在黑天鹅。

黑色星期一就是一只黑天鹅。和1929年的先例不同，黑色星期一并不是那些恐怖岁月开始的警钟。相反，它拉开了史上最大的牛市的序幕。“黑天鹅”，如你们中的大多数人所知，是纳西姆·尼古拉斯·塔勒布（Nassim Nicholas Taleb）的新书的名字。[⊖]在书中，他对市场中的以及生活中的黑天鹅的特征做了如下的定义：

▲ 超过我们正常预期范畴的异常值（罕有的）。

▲ 带有极端影响力的事件（极端）。

▲ 在事件发生之后，人类的本性让我们到处寻找理由来让这看起来是可以预测的（追溯可预测性）。

所以，它就是罕有的、极端的并且追溯可预测的。综合起来，这个定义就是一件根本不可能或是可能性很小的事件的发生。另外，正如塔勒布所提到的，黑天鹅也可以反过来定义：一件看似必然要发生的事情

⊖ Nassim Nicholas Taleb, *The Black Swan* (New York: Random House, 2007).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

却没有发生。生活中似乎随处可见到黑天鹅。

如今，我发现人们很少会关注那些经常预测接下来几个月（或是几年）内金融市场上所要发生的事件，然而其实之后并没有发生。事实上，尽管近期股票市场和债券市场出现了如此大的震荡，大多数市场参与者还是很自信地认为未来的收益会回归到历史的收益。然而，只有时间才会告诉我们，另一只潜伏在暗处的黑天鹅又将出现在我们的股票市场上。

无论如何，黑天鹅会出现也曾经真的出现在金融系统中的事实，给我们上了一堂重要的关于如何思考风险的课。当我们为所相信的东西寻找证据的时候（确认偏好），我们真正想找的东西其实是反例——那些可以证明我们是错误的例子。不幸的是，我们对什么是错误的信心往往比对什么是正确的信心要大得多。然而，建立在历史概率总是持续这个假设基础上，我们仍然相信历史会重演而去预测未来。

寻找我们信仰的反例的想法远远超出了金融市场的范畴。它渗透到了知识的最本源中。杰出的英国哲学家卡尔·波普因为他关于黑天鹅的比喻而闻名于世。对于他来说，关键的问题是“如果科学不能从观察发展到理论的话，该怎么办？如果还有另一种途径的话，该怎么办？”在《纽约客》⊖的一篇文章中，记者亚当·戈普尼克（Adam Gopnik）这样描述波普的推理：“即使再多的白天鹅，也不能证明所有的天鹅都是白色。但是，只要一只黑天鹅就可以证明不是所有的天鹅都是白色。”波普所建议的科学，并不是从对观察样本的证实中得到的，而是从一种大胆的全局猜想中得到的。这种猜想试图囊括所有的数据，但却总是被证伪（证明理论错误的证据）所控制和加强。

波普相信，“正是有意识地、故意地通过驳斥或是单个决定性实验（如天鹅）去寻找证伪的过程让科学进步，让客观的知识成长”。然而，我们中的大多数人，在投资理念和政治理念中，都恰恰相反。我们去寻找证据来证实我们的信仰（巩固加强偏好），而不是找反例来否定我们的信仰。

⊖ 2002年4月1日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

弗兰克·奈特的光辉

虽然在市场中，几乎没有什么理论先进到把寻找证伪作为目标，但是我们还是可以继续来谈论预测和概率。在金融市场的应用中，概率的确是一个很棘手的概念。我们常常随意提起的只是“风险”这个词，却往往忽略了“不确定性”这个词。这两者之间的区别是由已故的芝加哥大学经济学家弗兰克·奈特在他的辉煌著作《风险、不确定性和利润》[⊖]中首次提出的。他很好地解释了“不确定性”这个术语。

奈特如此写道：

不确定性在某种意义上和风险的概念有着很大的差异，这个差异从来没有被合适地区分过。“风险”这个词在我们日常的生活中以及经济讨论中被广泛地使用，它真正意义上包含两件事情，这两件事情完全不同。最重要的是，风险在某些场合意味着对测量极为敏感的数量，而在其他一些场合它并不意味着这些。一个可测量的不确定性（或者说“风险”）与不可测量的不确定性（本质上根本就不能称之为不确定性）这两者根本就是两码事。

奈特继续写道。

关于这一点，事实上，在生活中我们常常肤浅地认为一些事情显而易见，我们总是在一些普通的观察中就得到结论。然而，我们生活的世界中总是充满了变化，充满了不确定性。我们生存下来仅仅是因为我们对未来了解一些；我们生活中和行为中所出现的问题，起码都源于我们对某些事实和其他领域的行为知之甚少。我们总是按照自己的观点行事，这些观念都建立在差不多的基础和价值之上，不会完全忽略但也不会完全掌握，只是对事物的一知半解。如果我们想了解经济系统是如何运行的，我们必须了解不确定性的意义和重要性。所以，最后对知识本身的本质和功能做一定的研究是必要的。

⊖ Boston:Houghton Mifflin Company,1921.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

观念错误或是估计错误的可能性，必须和概率或是机会的概念严格地区分开来，因为没有可能在任何群体或是事件中，形成足够的共同性可以引起对真正的概率进行量化的测定。在这种真正概率的量化测定中，任何一种统计表格都可以提供任何价值指引。

认为可以客观地测量概率的想法是不恰当的。“这个世界究竟可以被理解得多透彻”这个话题还充满了争议。只有在很特殊的极端苛刻的情况下，我们才可以像数学那样来研究问题。

曼德勃罗关于风险、损坏和奖赏

伯努瓦·曼德勃罗（Benoit Mandelbrot）这位分形几何天才的创始人在和理查德·赫德森（Richard Hudson）所共同撰写的著作《市场的错误行为——分形的观点看待风险、损坏和奖赏》⊖中就试图把卡尔·波普和弗兰克·奈特抽象的理论应用到金融市场中。

分形几何，简单来说，就是一些可以在本质和几何上不断自我重复的形式，按比例放大或是缩小。有些可以被一个精准的准则公式来定义，有些则完全是随机性的。它们经常与幂函数法则相联系，力学中增长不是线性的而是对数型的。斐波那契序列中，每一个数字都是前两位数字之和，1，2，3，5，8，13，21，34，55，89，144等。你可以从图中看到，在线性坐标下（见图5-1a）它看起来陡增，但是在对数坐标下（见图5-1b），它只是一条直线。序列中，每一个数几乎都是前面一个数的1.6倍。在144后，这个比例为1.618，即希腊先哲们所称的“黄金比例”。黄金比例广泛地出现在我们的文明、大自然和建筑中。更通俗点儿，书籍封面和扑克的长宽比例也是按照1.618来设计的。

⊖ Richard L.Hudson and Benoit B.Mandelbrot, *The (Mis)Behavior of Markets* (New York: Basic Books, 2004).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

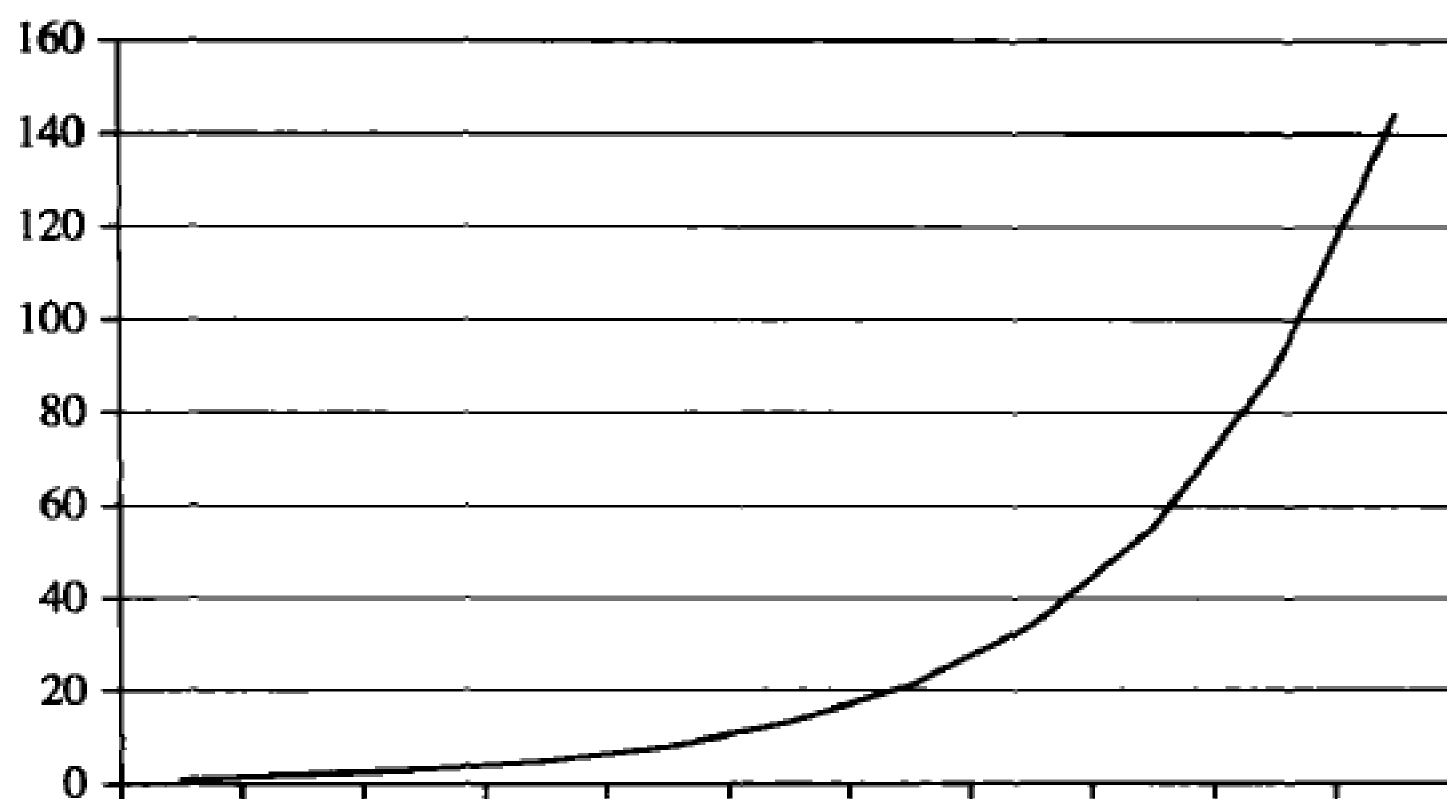


图5-1a 斐波那契序列（线性坐标）

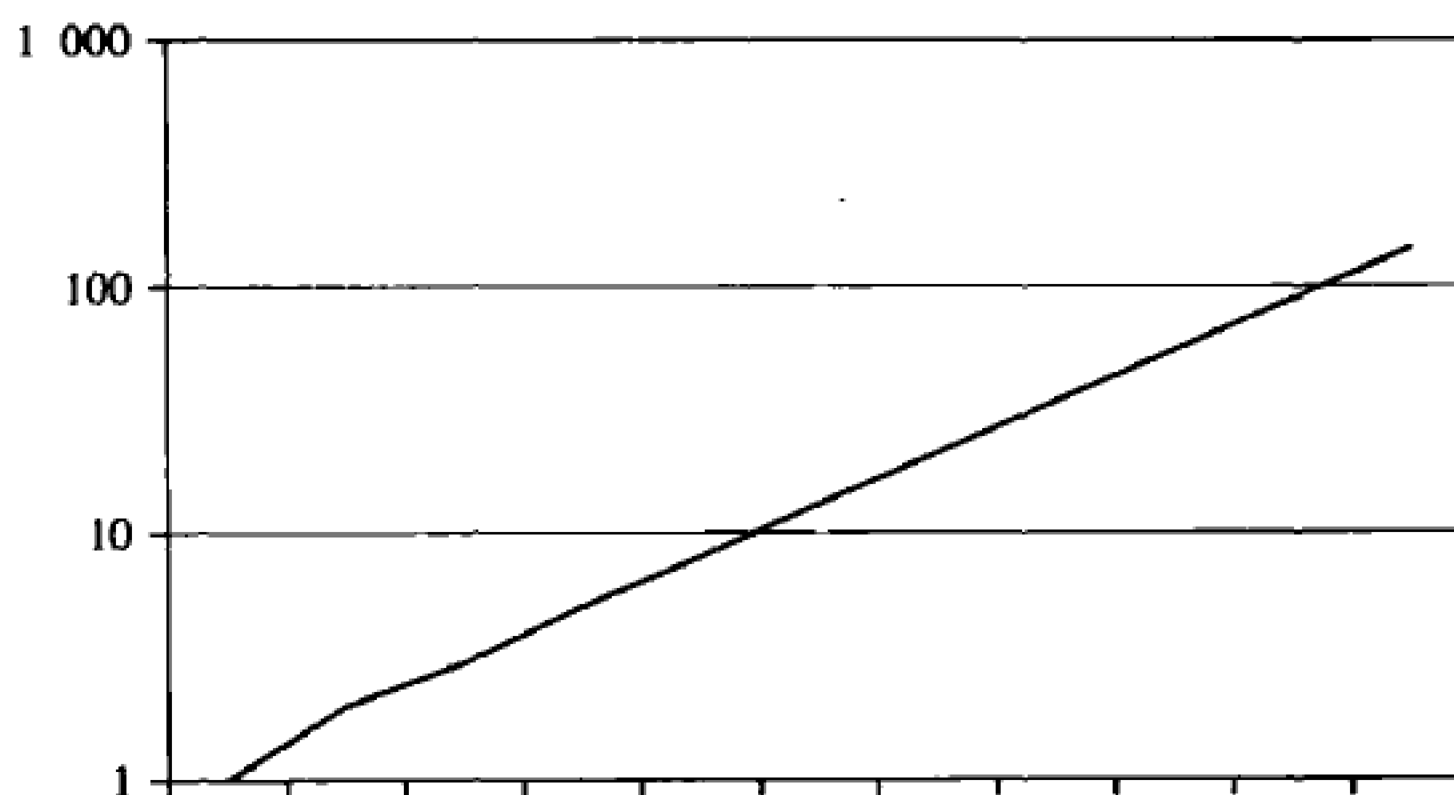


图5-1b 斐波那契序列（对数坐标）

曼德勃罗把这个概念应用到道琼斯工业指数的日常波动中。1915年以来，道琼斯指数的日波动的标准差（σ）一直大约是0.89%（见图5-2）。也就是说，股指2/3时间的波动都是在日平均波动0.74%±0.89%这个区间之内。然而，常常会发生偏差达到3个或是4个标准差的情况，偶尔几次会达到10个标准差，仅有一次达到了20个标准差（这种情况发生的概率大概是0.1^{50}）当然，黑色星期一就是达到了20个标准差的那一天，而黑色星期四当天达到了10个标准差（我回想起来1986年那次大约100点的下跌，当天达到了6个标准差）。

尽管我们的市场不时地可以用分形和幂函数来定义（虽然我们从来不知道具体什么时候可以用），但还是有很多领域是这些法则没办法应

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用的。经典的例子就是人的身高、极端温度和扔硬币（见图5-3）。他们符合高斯分布图（标准概率），也就是著名的钟形曲线。当我们掷两个骰子1 000次的时候，7点出现的次数（大约）是167次，6点或8点各出现139次，5点或9点各出现111次，4点或10点各出现83次，3点或11点各出现56次，2点或12点各出现28次。

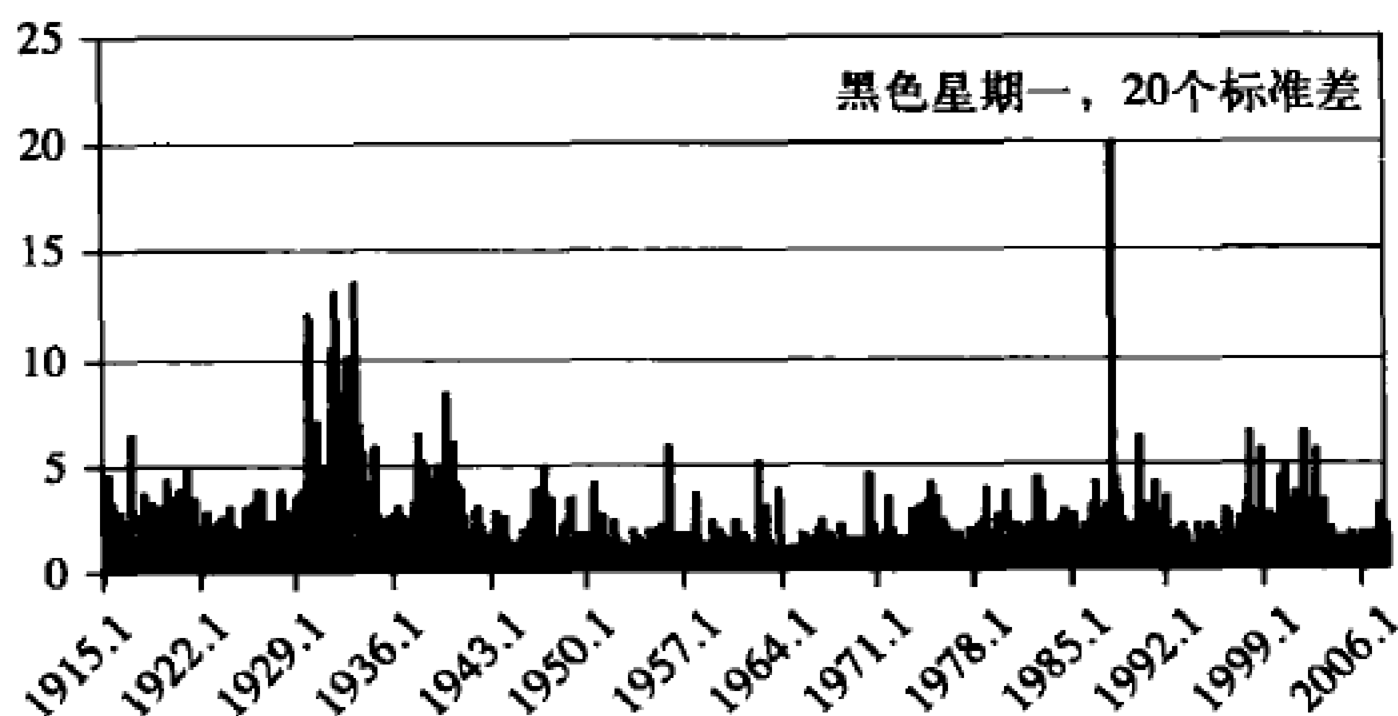


图5-2 道琼斯指数每日标准差数

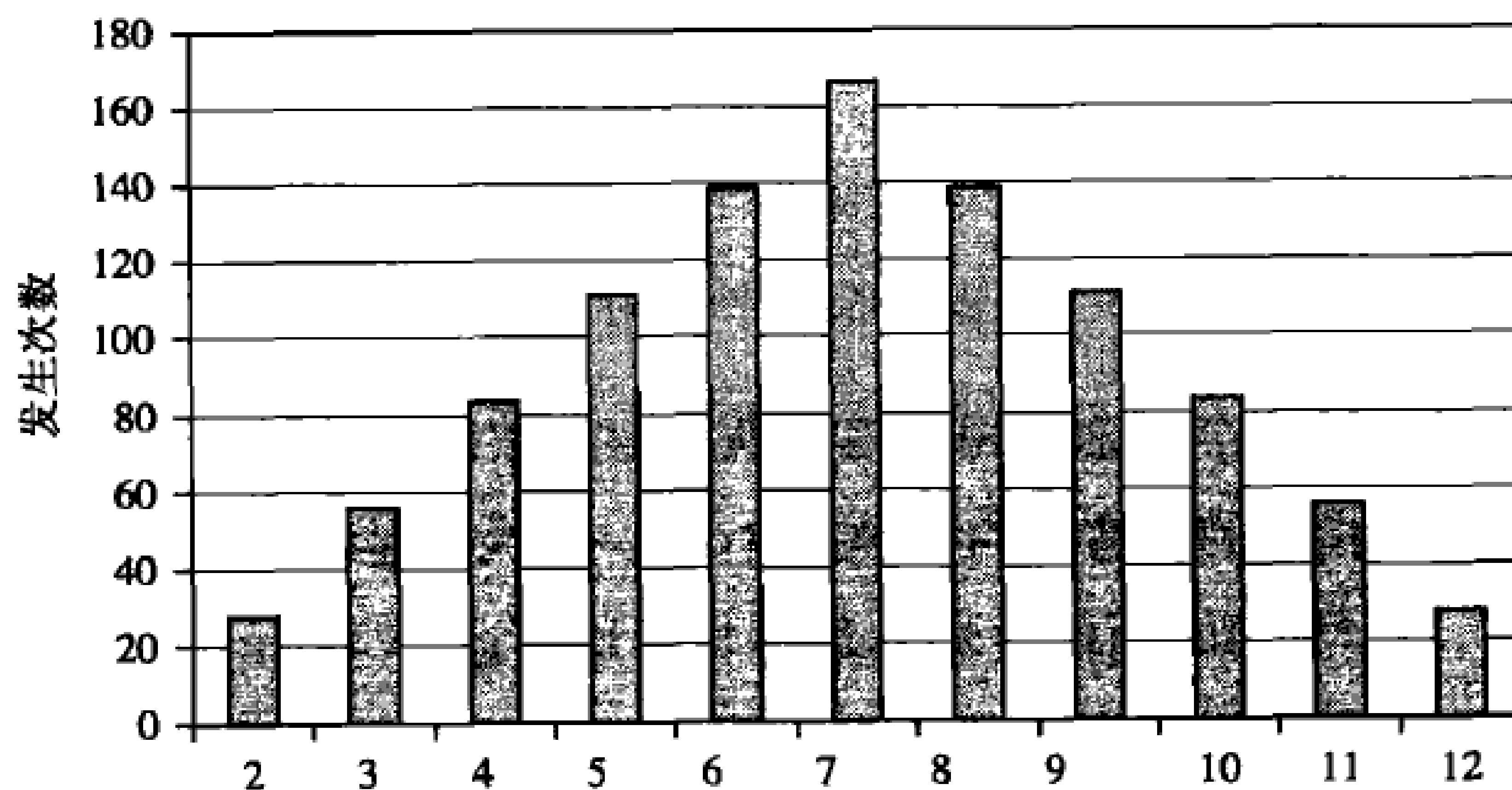


图5-3 掷1 000次筛子点数的期望分布

然而其他领域还是让我们吃惊的。一个经典的分形就是大众的平均财富。数字基本上都服从非常简单的分布，直到出现了一些非常大的极值。试想，我们把一个年薪2亿美元的基金经理带到一个人均年薪5万美元的10人房间里，平均年薪一下子就跳到了200万美元。

因此，只要我们还指望市场按照高斯钟形曲线重复的古老模式，只要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们还依赖着把历史数据放在一个庞大的混合器中所产生百万计组合的蒙特卡洛模拟，那么研究市场中的概率看上去就像是一个傻瓜的差事。我们自欺欺人地让自己相信通过对过去市场收益的研究我们可以预测未来[⊖]（见图5-4）。当我们这样做的时候，我们忽略了黑天鹅出现的可能性。

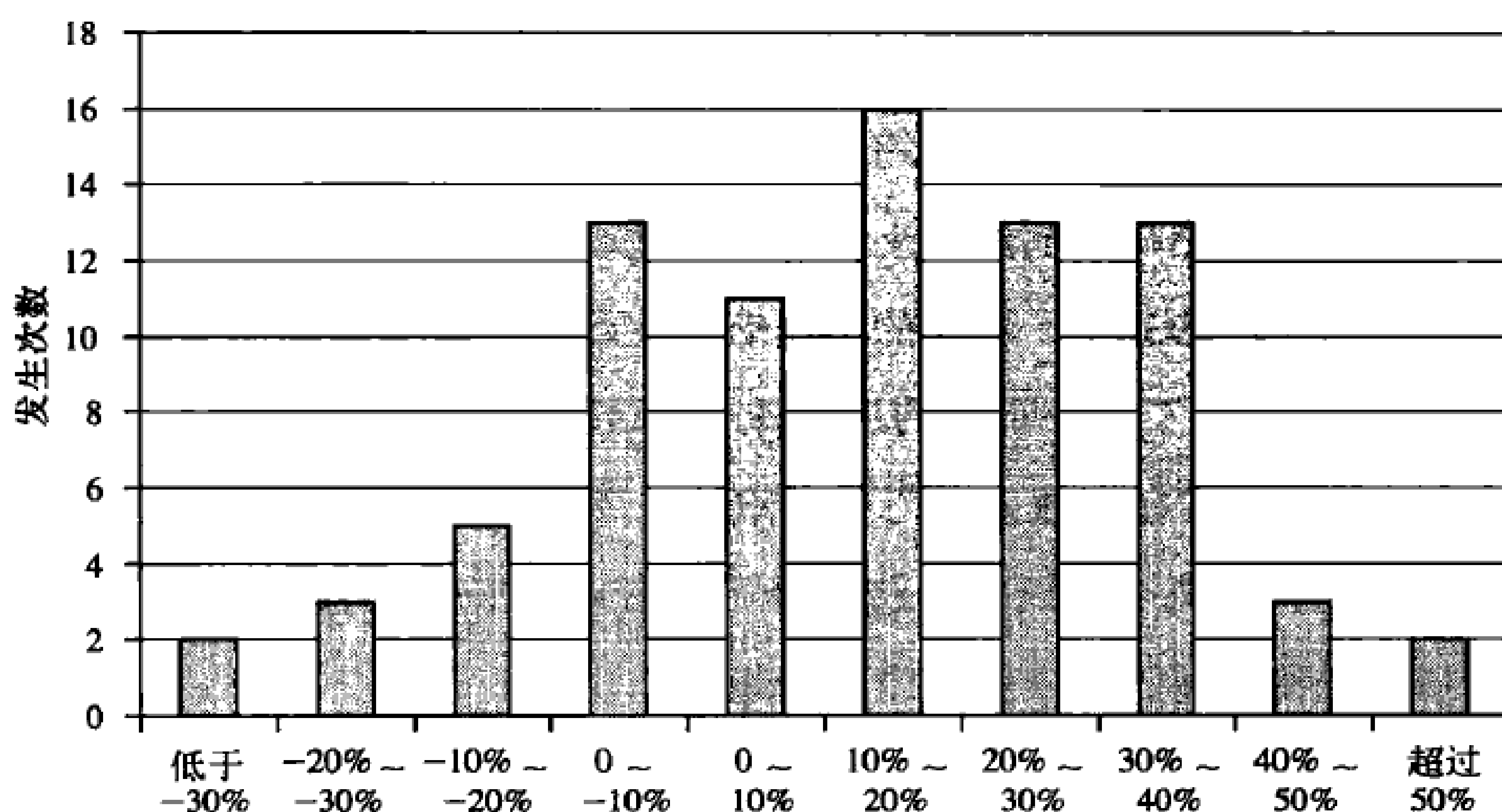


图5-4 标准普尔500指数年收益率分布（1926～2006年）

股票市场曾经经历的极端波动情况非常少。通常情况下，每天的波动（常常很乏味）都是在正常的范围中。比如，标准普尔500指数从1950年的17点涨到了如今的1 540点。但是，如果扣除40个最高收益率的交易日，它将从1 540点下跌到276点，这几乎是70%的跌幅。反过来，如果忽略40个下跌最厉害的交易日，它将从1 540点上涨到11 235点，这几乎是现在点位的7倍。这对我们是一个很好的教训，告诫我们应该“坚持到底”而不要在市场中跳进跳出。

金融市场是波动并难以预测的。重要的是，市场本身所代表的市值的波动要比与其相关的产业的波动要大得多。换句话说，投资者要比投资本身的波动性大很多。经济现实统治支配着商业的收益，黑天鹅看起来不可能发生。但是，金融市场参与者心中的情绪和感知（在希望贪婪

⊖ 在此期间，股票的年平均收益率是10.4%，但是奇怪的是，除了在80年中的两年内，出现过收益率在9%到11%的情况。“平均的”年份就再也没有发生过了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和恐惧之间的摇摆）却统治支配着金融市场中的收益。情绪因素放大和缩小了经济现实中的核心问题，黑天鹅随时可能出现。

约翰·梅纳德·凯恩斯的智慧

在80多年前，伟大的英国经济学家约翰·梅纳德·凯恩斯就意识到经济本身和情绪之间的关键性差异。观察到投资者们毫无保留地相信未来会和历史类似，凯恩斯警告道，“除非我们可以清楚地了解历史究竟是什么，否则按照历史的经验来预测未来是很危险的”。[㊀]

10年后，在1936年，在他的杰出著作《就业、利息和货币通论》中，凯恩斯集中讨论了两个明显的原因来解释股票收益。第一个他称之为“预测资产整个存在期收益的”[㊁]进取心；第二个就是“预测市场心理的”投机性。这两个原因在一起解释了投资中“长期的预期状态”（《就业、利息和货币通论》中第12章的标题）。

占据着伦敦的地利，凯恩斯观察到“在世界上最大的投资市场中，比如纽约，投机的影响力是非常巨大的……很少有美国人是为收入而投资的，他们愿意买股票主要都是因为希望资本升值。还有一种说法就是，他们希望自己购买的股票传统的估值基础上升，也就是他们成了投机者”。如今，在凯恩斯写下这些话若干年后，这种情况更加普遍和盛行了。

凯恩斯相信，投机之风会取代个人对股票的所有权从而主宰企业，也将导致对公司运营和估值的忽略，导致那些暂时性的不重要的因素就能引发过度的甚至是荒唐的短期市场波动。他非常正确地指出，那些投资收益的短期波动，会导致毫无理性的乐观和悲观情绪的波动。凯恩斯又补充到，那些拥有高于平均水准的勇敢判断力和专业知识的专家之间的竞争，一定会修正那些由无知的个人投资者所造成的异常，专业投资者们所拥有的能力和技巧会主要投入到比大众提前一小段时间预测到传

㊀ John Maynard Keynes, *Review of Common Stocks as Long Term Investments* (Edgar Lawrence Smith,1925).

㊁ John Maynard Keynes, *The General Theory of Employment, Interest, and Money* (New York: Macmillan, 1936; Harcourt, Brace 1964).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

统估值基础的变化之中，而不是尝试着对投资整个存续期中的收益作高难度的长期预测。因此他把市场描述为，“一场预测几个月后传统估值基础变化的战斗，而不是预测很多年内投资所可能带来收益的战斗”。

1951年，在普林斯顿大学学习期间所写的关于共同基金的毕业论文中，我引用了凯恩斯的结论。当时我鲁莽地反对了伟人的观点，认为他是错的。当时，我认为专业的投资者们不会屈服于无知的市场参与者们的投机哲学，他们会关注企业本身。在论文中，我预测“共同基金行业将会得到巨大的发展（这一点倒是正确的）”。而在这个行业中，“我们的投资经理将为市场注入一种对稳定的、高水平的、开明的以及善于分析的股票的需求，这种需求主要是基于公司的内在表现，而不是反映在股价上的公众评价”。我曾经期望着那些专业的投资经理对企业本身投入高水平的并具有分析力的关注，然而遗憾的是，这个期望变成了失望。共同基金们反而开始越来越关注投机了。看看比分吧，凯恩斯1，博格0。

有趣的是，凯恩斯很好地意识到了预测股票收益的不可靠性，认为“依赖如此多不确定的事情来做出预测将会是很愚蠢的”。他补充道（弗兰克·奈特的阴影）：“我说的不确定和不可能是两码事。”虽然，凯恩斯没有尝试着去量化在决定股票市场收益中企业发展和投机之间的关系，但是若干年后，我尝试着去做了。

量化凯恩斯所说的区别

在20世纪80年代后期，根据我自己在金融市场的第一手经验以及我个人的研究，我总结出来股票收益的两个最基本的来源：①经济因素；②情感因素。凯恩斯所说的企业经营，我称之为经济因素。凯恩斯所说的投机，我把它定义为情感因素。前者的收益，我定义为投资的收益，等于股利收益率加上公司每年盈利的增长率。后者的收益我定义为投机的收益，即投资者为每一美元的收益所愿意支付的价格的变化（本质上这个收益来自于投资者对未来公司收益折现率的变化）。

把投机收益简单地加上投资收益就得到了我们在股票市场上的总收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益。例如，在接下来的10年中，某只股票的股利收益率是4%，利润的平均增长率是5%，那么投资收益就是9%。[㊀]如果市盈率从15倍增长了33%而达到20倍的话，分摊到10年来看，每年的投机收益率就是3%。那么简单地把这两个收益率加起来，总的股票收益率就是12%。这并不复杂。

这种极为简单地把收益率拆分为企业经营类和投机类（也就是投资收益和投机收益）数字的方法在实践中被证明完全有效。事实上，我甚至鲁莽地（再一次）觉得凯恩斯阁下也应该佩服我对他的概念所做的数学延伸。在过去的很多年中，在计算股票总的收益率（见图5-5）时，这个方法都相当准确。[㊁]

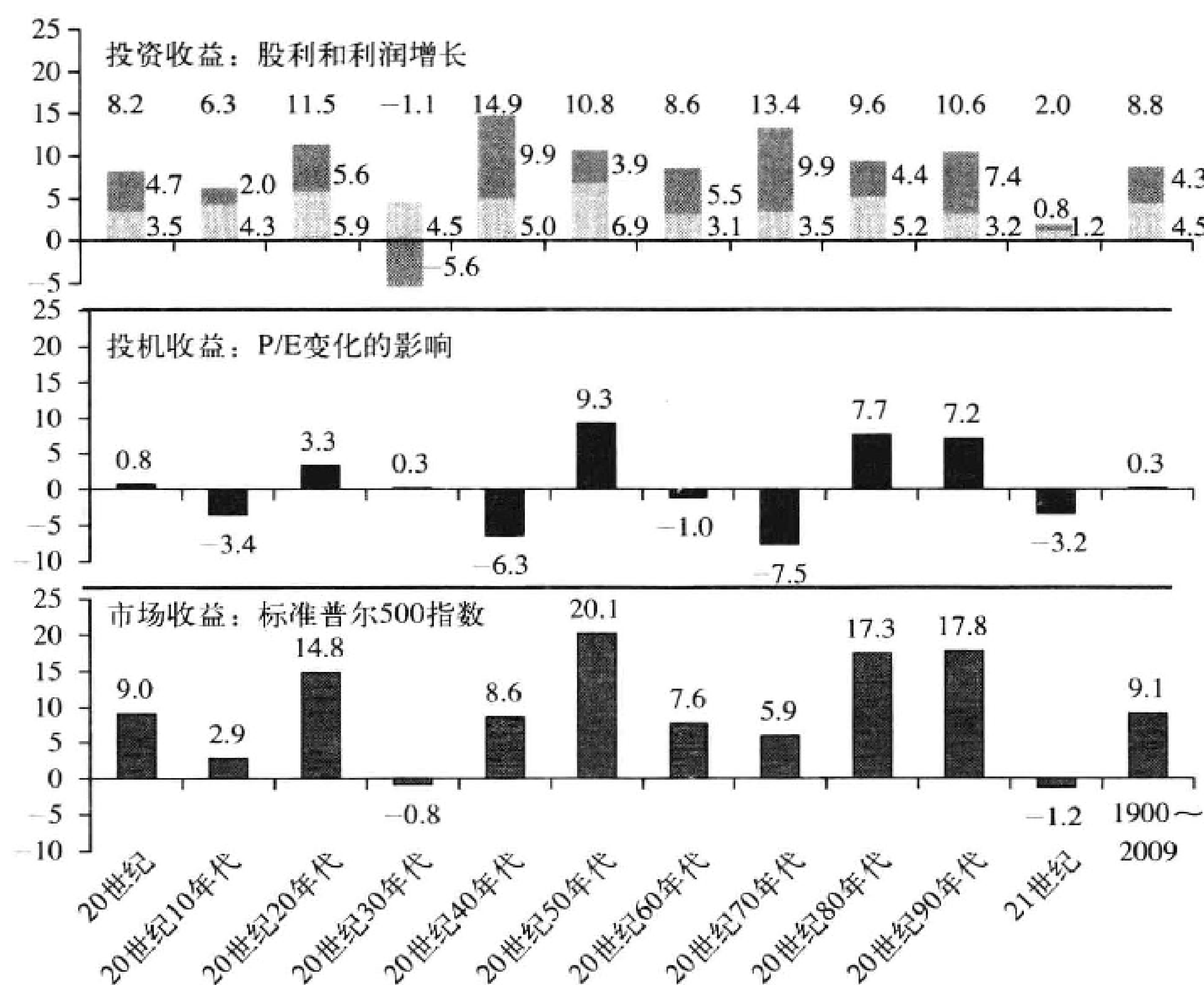


图5-5 近十年的股票收益率（%/每年）

附注：图表中的数据更新至2009年12月底，包含从2000年1月开始的整个十年。

㊀ 我理解这些数字应该相乘，也就是1.05×1.04=1.092，或是9.2%。但是，考虑到预测中不可避免的不精确性，在这个例子中我就简单有效地把它们加起来。

㊁ 《全球投资者》(2007年夏) 的一篇文章中确定这个概念在全球股市都通用。(《奥卡姆的智慧和伯格的聪明》，哈维尔·埃斯特拉达著)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票的投资收益证明了其对合理的预期是非常敏感的。初始的股利收益率（在决定股票收益率时重要的但却被低估的因素）是已知的。基本上每一个10年中，股利收益率每年的贡献都比较稳定地处于3%～5%的区间内，其中只有一次超出了范围。另外，利润的长期增长率，尽管很不确定，但也是相对稳定的。在投资收益率中，没有出现长期的黑天鹅。即使是在大萧条时期利润大幅下降时，但那也只是一个二西格玛事件（因为这还处在95%的概率范围内）。

我们注意到，除了充满沮丧和萧条的20世纪30年代，基本上每个10年中利润增长率所做的贡献都是正的，处于每年4%～7%的区间。总的投资收益只有一次（也是20世纪30年代）低于每年6%，有两次超过了11%。然而，如果我们意识到公司的利润水平增长率总是和美国的国民生产总值的增长率保持着良好的一致性，那么这种相对的一致性就不那么让人吃惊了。

投机收益果然是具有相当投机性的，这百年间，它一直处在正负交替中。即使是长期来看，投机也不会产生任何黑天鹅。事实上，如果市盈率在前些年比较低（比如低于10倍），它在接下来的10年中极有可能升高。如果市盈率在前些年比较高（比如高于20倍），那么在接下来的10年中它极有可能下降（尽管在这两个例子中，我们都不知道具体什么时候会发生拐点）。虽然如此，对于未来的确定性仍是不存在的，概率也通常不能证明是对的。但是，把合理预期应用到投资收益和投机收益中，然后把它们合并起来方法用来预测十年的股票投资收益，还是很合理并且有效的。

我的观点就是，从长期来看，是经济状况（企业经营）决定了总的收益。短暂的情绪（投机）在短期来说很重要，但是最终被证明是毫无用处的。例如，在过去的一个世纪中，美国股票9.6%的平均年收益是由9.5%的投资收益（4.5%的平均股利收益加上5%的利润平均增长率）和仅仅0.1%的投机收益构成的（这个世纪里市盈率由10倍增长到18倍，这个增幅平均分摊到了每一年）。尽管市场的历史上出现了黑天鹅，但是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

持有美国公司的股票还是一个赢家的游戏。

海曼·明斯基引入了关键的要素

虽然我简单的体会给理解股票市场收益提供了一个可靠的框架，但是我还是没有考虑到金融经济中投机（情绪）对实体经济（企业运营）影响到了何种程度。然而，当我得知我们伟大的美国经济学家海曼·明斯基（1919—1996，他把自己主要的学术生涯都贡献给了他所称之为的“金融不稳定假说”）所著的著作时，我开始意识到在风险(这里意味着不确定性)中存在另一个要素。⊖

在1974年，明斯基观察到我们经济中一个基本的特征，这个特征把金融和经济活动联系在了一起。“金融体系在坚固和脆弱之间摇摆。这种摇摆是产生商业周期的过程中不可缺少的一部分。”另外，根据明斯基的理论，占主导地位的金融结构是资本主义经济行为中最主要的决定因素。同时，利益驱动动机的活力是在一个给定机构结构的背景下去影响经济活动的，而机构结构本身也随着利润的追求过程而变化着。这与经济学家约瑟夫·熊彼特的思想相呼应，明斯基强调说：

> 金融市场不仅会回应实业领袖和个人投资者的利益驱动需求，同样也会回应金融公司利益驱动的企业精神。变革和改变无处不在，熊彼特式企业精神在银行和金融机构中显得更明显，无处不在的对利益的驱动比创新本身更加明显。

金融体系在明斯基的理论中占据了特别重要的地位，不仅仅因为金融在实业活动中发挥了重要的作用，同样也因为这个系统对于创新是如此的开放，有人可能要说应该是如此倾向于创新，这在今天看来是如此的明显。明斯基继续说道，“金融和实业的发展是处于一种共生的关系，在充满动力的经济模式中金融的改革进化通常扮演着重要的角色”。

⊖ 接下来的四段内容，我引用了投资顾问、特许金融分析师（CFA）弗兰克·K·马丁在其公司——马丁资本管理2006年年报中的话（马丁资本管理年报，2006）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

除了强调金融和实业之间的关系之外，明斯基通过至少五个不同的资本主义阶段来证实了这样一个演化过程。这五个阶段被称为：商业资本主义阶段（1607～1813年）、工业资本主义阶段（1813～1890年）、银行资本主义阶段（1890～1933年）、管理资本主义阶段（1933～1982年）和基金管理者资本主义阶段（1982年至今）。明斯基在他晚年搭建起来的广阔的历史性框架也不知不觉地演化着。根据明斯基的理论，基金管理者资本主义在20世纪80年代变成了事实，那时候的机构投资者们，通过手中掌握着的这个国家大部分的储蓄来对金融市场和实业界施加他们的影响。

基金管理者存在的目的，以及他们应负责任的基础，是最大化他们为客户所做投资的价值。因此，也就不奇怪那些实业界的管理层如此配合地关注起短期的盈利和公司在股票市场上的估值了。机构投资者们日益提高的地位培养了一种持续的经济系统的改革，他们为证券化的贷款、结构化的金融产品以及其他一些奇异的创新准备好了一系列买家。

我曾经就这些话题写过一本书。⊖书中我直率地表达了自己的观点。用和明斯基非常类似的言语，我描述了资本主义为什么会变得越来越糟糕。就在半个世纪前，我们的社会还是一个所有者社会，一个个人投资者拥有所有股权的92%而金融机构只拥有8%的股权的社会。然而，半个世纪后，我们的社会变成了一个代理社会，一个金融机构拥有70%股权的社会。但是，我们并没有改变规则。共同基金和养老金基金的基金管理者们大多数都忽略了委托人（基金份额持有人和养老金受益人）的利益。为了恢复这个系统的平衡，我们需要一个“信用社会”，在这样一个社会中，1亿委托人（最后方的投资者）的利益被摆在第一位。

金融经济的出现

我已经谈了很多关于风险和不确定性的东西，不仅是因为这些想法

⊖ John C.Bogle, *The Battle for the Soul of Capitalism* (New Haven: Yale University Press, 2005).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很重要，并且富有学术上的启发，更是因为这些想法为我之后讨论对金融体系及我们社会的担忧提供了一个舞台。我意识到其中的一些想法非常复杂，所以让我来对其做一个总结。

▲ 黑天鹅（极端意外的结果）是投资中的一部分，并且不能被提前预测。

▲ 如卡尔·波普认识到的那样，不只是我们的市场，而且科学本身都不是建立在被确认和证实的观察结果上，而是建立在被证伪（证明理论错误的证据）削弱的大胆猜想上。

▲ 弗兰克·奈特致力于风险（可测量的）和不确定性（不可测量的）之间的关键区别。

▲ 在短期来看，股票市场的收益不是正态分布的，但是可以被曼德勃罗发现的分形结构来解释。我们不能忽略这样的可能性（实际上的确定性），那些极端的情况一直存在，而我们也永远不知道它们什么时候会出现。

▲ 凯恩斯的深刻见解把股票的投资收益分为两个部分：可以适用于理性的财务分析的企业经营以及最终将会成为市场主导的大众的疯狂——投机行为。

▲ 博格（如果你也愿意的话）把凯恩斯的观点量化，表明未来的投资收益主要来源于合理的预期，并且随着时间的推移，投机的收益终将趋近为零。

▲ 明斯基补充了让人清醒的一点：关注投机的金融经济与关注企业经营的实体经济是不可分的。相反，前者终将会主宰后者。

明斯基的观点真的正确吗？一个新的不确定的元素真的被引入了我们的经济中来吗？我倾向于同意这个观点。事实上，我用一种和明斯基类似的方式去解释经济的长期性变化。在过去的两个世纪中，美国的经济从农业经济过渡到制造业经济，再过渡到服务业经济，最终过渡到现在这样的全球化的金融经济。但是，我们在实体经济中创造的价值必须

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

扣除我们在金融经济中支付的成本。

想想吧，当投资者们（个人和机构）从事的彼此之间的交易量远高于提供市场有效和充足流动性所需要的交易量的时候，投资者们则集体变成了自己最大的敌人。当实体经济的所有者享受着资本主义体系下的股利收益和利润增长的时候，我们在金融市场中搏杀的投资者只能拥有扣除金融中介手续费后的投资收益。因此，投资美国的实体经济是一个赢家的游戏，而对于所有金融市场中的参与者整体来说，打败市场仅仅是一个在扣除手续费前的零和游戏。在扣除那些中介费用之后，打败市场只是一个输家的游戏。

金融行业地位的迅速提高是最近这个时代鲜为人知的传说之一。在25年前，标准普尔500指数涵盖的500家大公司中，金融企业的利润只占到总利润的5%。5年后，这个比率上升到10%。1997年，这个比率上升到了20%。而2007年上升到了最高峰27%。如果我们算上那些巨型生产企业旗下的金融附属机构的话（比如通用电气资本或是通用汽车和福特公司的汽车融资公司），这个比率非常有可能上升到1/3。事实上，金融机构现在是美国最大的赚钱机器，它所赚取的利润甚至比能源和医疗机构的总和还要大，大约是制造业或是信息产业的3倍。

金融体系激增的成本

金融行业中激增的代理机构成本刺激着金融行业的成长。华尔街的银行家、经纪人以及共同基金的基金经理们打头阵，对冲基金和养老金基金管理者紧随其后，金融行业的代理中介们所收取的咨询费用和其他费用，从1988年的25亿美元增长到今年的5 280亿美元，这意味着超过20倍的增长。但是不要忘记，这些费用每年都会发生。如果目前的水平再维持10年的话（我想一定会增长的），总的代理中介费用将会达到惊人的5万亿美元。与这些累计的成本相比，美国股票市场的市值只有16万亿美元，债券市场的市值只有12万亿美元。这些成本令人吃惊地占到了所有市值的18%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那么，这些代理中介费用的暴增为基金经理们提供了一个良好的机会吗？你最好相信这是真的。这些费用给投资者们带来麻烦了吗？你最好也能够认识到这一点。股票和债券市场都会为投资者们提供尽可能慷慨的回报，但这些回报都是在扣除了昂贵的金融中介成本之后得到的。巨额的代理中介成本严重降低了我们这些普通百姓能够成功为退休累积足够存款的概率。众所周知，投资者们往往处在这条昂贵的投资食物链的最底端。

这并不是说我们的金融系统仅仅只是产生成本，它还是为我们的社会创造了巨大的价值。它促进了资本在使用者之间的最优化配置；它有效地撮合了买家和卖家；它提供了巨大的流动性；它增强了那些股票卖家们资本化未来的现金流的能力，也增强了那些股票买家取得未来的现金流的能力；它创造了那些帮助投资者把风险剥离给他人承担的金融工具（所谓的衍生品，尽管极其复杂）。是的，并不是系统本身没能创造价值。问题是获取这些价值的成本是否超过了价值本身。我相信，那些基金经理、经纪人、营销商和管理者所扣除的成本已经累计超过了金融系统所创造的价值本身了。

金融经济统治实体经济

现在，让我们来看看我们的金融经济是如何像明斯基预测的那样开始主宰实体经济的。我在前文曾经提及过，在标准普尔指数500家公司中金融部门占据了利润的领先地位。同样，股票市场的总市值也已经超过了美国的国内生产总值——整个国家一年内生产的所有商品和服务的价值总和（见图5-6）。在1975年，股票市场的总市值为8 000亿美元，大约是1.6万亿国内生产总值的一半。但是从那时起，美国国内生产总值增长了8倍，而股市总市值却增长了几乎20倍。如今，15.7万亿美元的股市总市值大约是13万亿美元国内生产总值的1.2倍。

更引人注目的是金融交易量的惊人增长，这种全球化现象所包含的意义至今还不明朗。全世界的国内生产总值大约为60万亿美元，然而，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

世界范围内所有的金融衍生产品的名义价值据说总计就达到了600万亿美元，是整个世界全年生产商品和服务的价值的10倍。

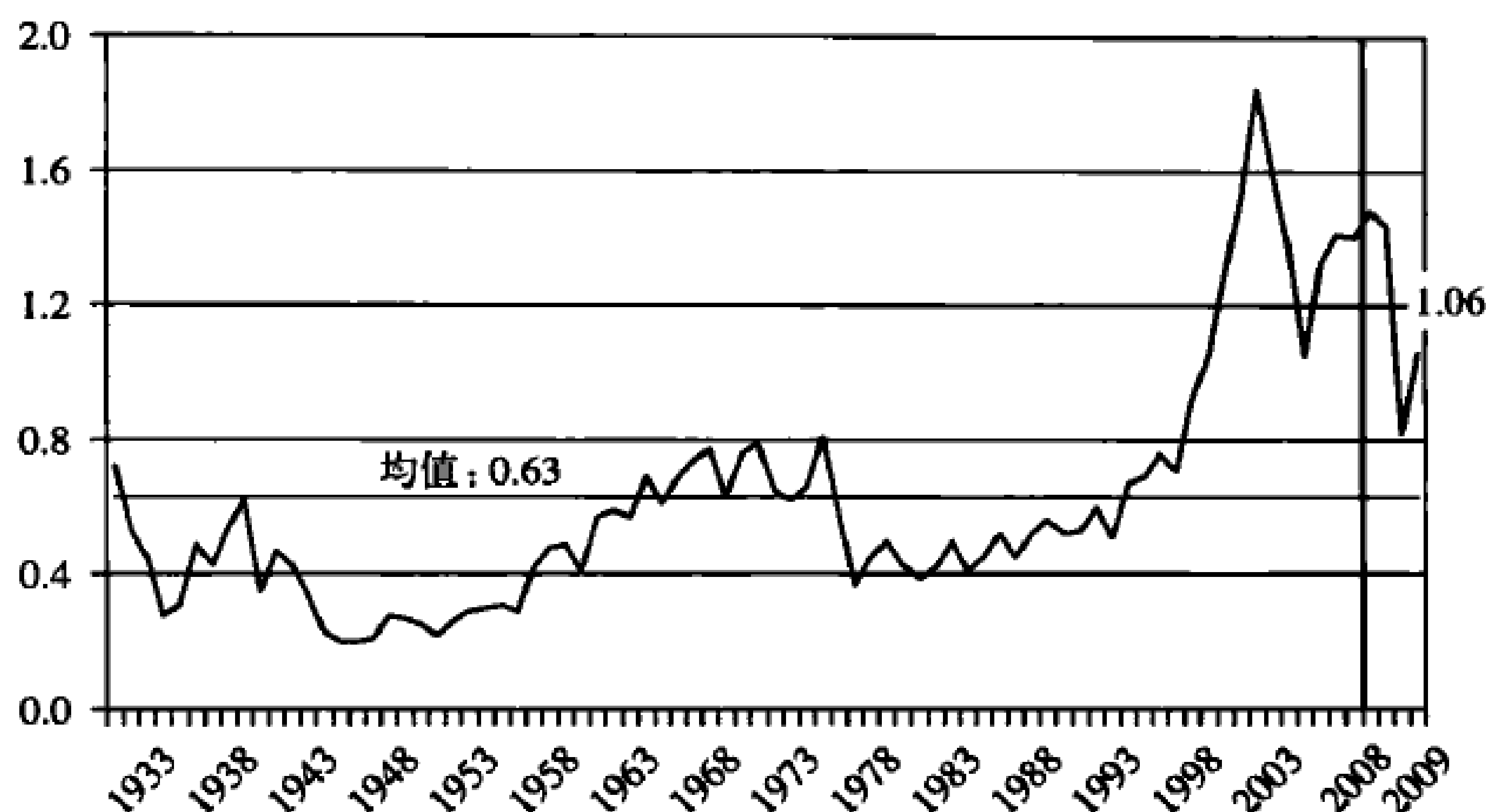


图5-6 股票市场总市值/国内生产总值，1929～2009年（已更新）

建立在美国这个金融中心上的一个简单的对比，就能证明这一点了。在1957年的时候，标准普尔500指数所代表的股票总市值为2 200亿美元，当时有关标准普尔指数的期货和期权市场甚至还不存在。到了1982年，标准普尔指数的市值飞涨到了1.2万亿美元，新创设的标准普尔指数期货的总持仓价值大约是2 060亿美元，标准普尔指数期权的价值大约是2.32亿美元。然而到了2006年年末的时候，标准普尔500指数的市值达到了12万亿美元，然后标准普尔指数期货的市值达到了5万亿美元，而股权的市值飙升到了15万亿美元，这些“期望市场”总市值达到了“真实市场”总市值的2倍。

建立在标准普尔指数基础上的金融工具价值160倍的增长，是整个经济所生产商品和服务的价值60倍的增长幅度的2.5倍。如果这个事实都不能表明我们的金融经济已经统治了实体经济的话，也就没有别的可以表明了。明斯基的担忧看起来完全成了现实。

风险和毁灭——从头开始

随着金融交易量的猛增，它们令人惊讶的复杂性也迅速增长了。最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

近的一个例子，当然就是作为长期的资产证券化浪潮中一部分的抵押担保债务。目前，有两个趋势的存在：其中一个是抵押贷款的非居间化，这些抵押贷款原本主要由当地的居民通过社区银行来持有（我们应该很快可以想到詹姆斯·斯图尔特的电影《美妙人生》）。一旦贷款人把他们的贷款打包永久地出售给华尔街之后，他们将不再会关心贷款的质量了，这一点再正常不过了（同样正常的是，这些抵押担保债券的创造者们也不会有任何兴趣来帮助那些困境中的抵押人度过他们的财务危机来保住他们的住房）。

第二个趋势就是这些新产品日益剧增的复杂性。因为华尔街一直以来总是急迫地需要一些“新玩意儿”来销售，所以也就不奇怪为什么这些产品越来越复杂，其中隐藏的风险也越来越大了。联合那些在证监会注册的评级机构（据我所知，对于每一次发行它们会收取30万美元的认可费用），有些完全基于次级抵押物的债券也被允许发行了。即使是如此，通常还是有75%的债券被评为AAA级别，另外15%的债券至少被授予A评级，5%的债券被授予BBB评级。只有剩下的5%被评为BB级别。我们或许可以称之为新型炼金术——把铅变成黄金。但是，这一切都只是幻觉（在我的年代，虽然我看过太多金融的把戏了，但是还没有一个可以和这种新型炼金术相媲美的）。今年早期，当第一波抵押违约开始滚雪球一般越来越严重的时候，抵押市场的金融危机开始蔓延到我们身上。我们每个市民和整个社会都为此付出了极大的并仍在增长的代价。金融经济影响实体经济的经典一幕上演了。

由于金融系统自身的本性，几乎每一个大型的投资银行都没能抵抗住抵押担保债券浪潮的诱惑。而在过去的5年中金额总计达到了2万亿美元的债券（包括优等抵押和次级抵押）承销发行为华尔街、为投资银行家、为经纪人、为评级机构、为律师以及为监管者带来了大约800亿美元的收入。这些银行唯一不能抵抗的当然就是诱惑了，甚至是最庞大的最理性的公司也加入到这场狂欢中，在令人兴奋的摇滚乐中步入了欢乐的舞池。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

查尔斯·普林斯，庞大的花旗集团的主席，如此描述这种场景，“只要音乐还在继续，我们就得起来跳舞。我们依旧还在跳舞”㊀。（后记：就在上周，花旗集团注销了他们价值超过30亿美元的抵押担保资产。这看起来还不算什么，之后美林集团注销了价值50亿美元的资产；瑞银证券注销了34亿美元的资产；德意志银行注销了31亿美元的资产。经历过那个漫长的信贷极为宽松、借款人信心膨胀以及贷款只需少量的抵押物的年代之后，我们开始为此付出沉重的代价，尽管我们面对的很多过量的风险是金融系统本身造成的。请别走开，还有更多的消息将接踵而至。）

展望未来

既然系统性的风险提高了，为什么现在股票的风险溢价却达不到历史平均水平的一半呢？例如，今天我们预测的股权溢价仅有2%，比本世纪平均水平5.2%低了60%（见图5-7）。目前投资级别的债券收益率应该有5%。而在未来10年中，预期的股票收益率有7%。这个数字是基于目前2%的股利收益率、预期6%的名义利润增长率以及预期的市盈率1%的下降率之上所计算得来的。高收益债券和美国国债的收益率差在抵押债券市场崩溃之后由3%上升到4%。但还是远远低于它的长期平均水平5%（见图5-8）。

我们的市场，看起来忽略了2005年当时的美联储主席艾伦·格林斯潘的警告。他警告说，“如此长时间的低风险溢价的后果将是很糟糕的”㊁。当金融市场中参与者忽略了历史的教训的时候，另一系列的风险又产生了。

㊀ Michiyo Nakamoto and David Wighton, “First Section: Bullish Citigroup Is ‘Still Dancing’ to the Beat of the Buy-Out Boom,” *Financial Times*, July 10, 2007.

㊁ 艾伦·格林斯潘基于美联储主办的一次座谈会上的评论，Jackson Hole, Wyoming, August 26, 2005。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

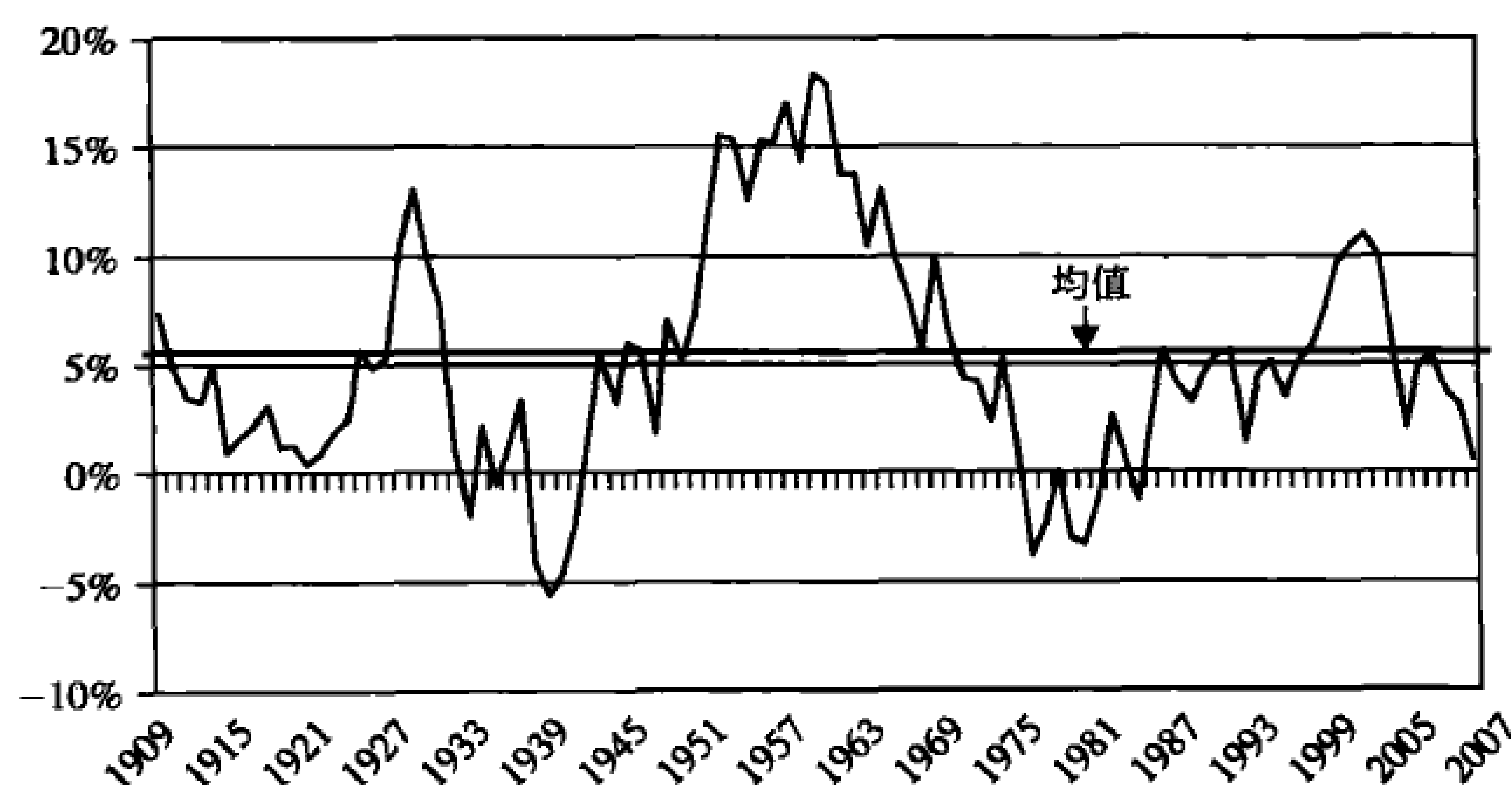


图5-7 后续十年期的股权风险溢价

资料来源：博格金融市场研究中心。

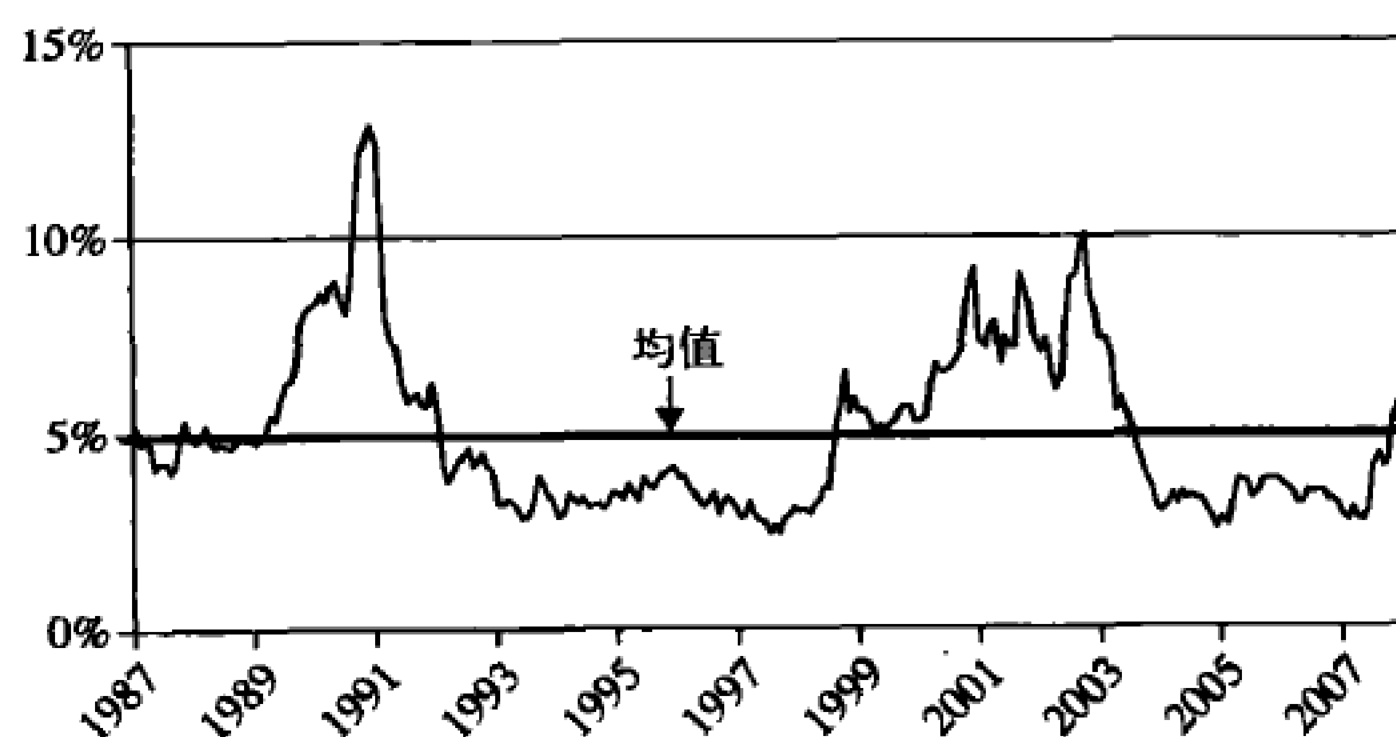


图5-8 高收益公司债与美国国债收益率差

资料来源：雷曼兄弟和美联储。

其他风险

很遗憾，我不得不说，在金融体系之外，在我们整个社会中还存在着另一些巨大的看起来并不被人承认的风险。这些风险产生于政府承诺的社会保障以及医疗支付体系之中，产生于政府一系列庞大的（事实上已经被低估的）预算赤字之中，产生于透支美国国家资源的伊拉克战争和阿富汗战争（或许之后还有更多，比如伊朗战争）的巨大支出之中，产生于恐怖主义之中，产生于全球暖化和处理它所花费的成本当中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你可能知道所有的这些风险，但是在由金钱和既定利益控制的政治体系中更是充满了很多微妙的风险因素：国会和管理当局置政策的长期结果于不顾，而只是关注短期的利益；最富有阶层（前1%富有的阶层拥有美国1/3的财富）和最贫穷阶层（你知道吗？20%的纽约市民每年的收入低于8 300美元）之间的贫富差距；我们巨大的贸易赤字和全球不受限制的竞争的影响；我们自我中心的“底线”社会，关注金钱胜过成就，魅力胜过性格，短暂胜过永恒，最终导致很少有领袖愿意领导我们去挑战这个时代约定俗成的智慧，而为真正的公正、高尚和忠实而战。

所以社会中的风险是很高的，充满了不确定性的因素。然而，毕竟美国建国以来，我们都顺利地战胜了摆在我们面前的所有艰难坎坷。或许，我们的社会和经济还会如过去那样，克服所有的困境，从苦难中恢复过来。或许，我们所有人都会集体意识到并鼓起勇气携手战胜这些困难。目前的股票市场似乎就在做着这些事情，我也希望这是正确的。

然而，我们最好不要忘记70年前，凯恩斯阁下的警告：“当企业经营变得只是投机旋涡中一个小小的泡沫之时，它所带来的后果将不堪设想……当一个国家的资本发展成了赌博行为的副产品的时候，资本主义的工作就得返工了。”不管现在是什么情况，那些超出我们想象的令人震惊的事情总会过去。一件有着重大影响的事件一旦发生，我们都会迅速找到一个理由来解释为什么它之后可以被预测。这件事情，如果它发生的话，或许我应该说当它发生的话，它就是另一只黑天鹅。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

DON'T COUNT ON IT

第6章

沸腾的年代[⊖]

《超级金钱》[⊖]，连同它的前身《货币游戏》，讲述了一个在美国股市中被称为"沸腾年代"的股市。正是这本书把巴菲特介绍给了全世界，若干年后巴菲特成了全世界投资成功和朴素金融智慧的化身，并在世界上享有最高的声誉。在《超级金钱》一书中，作者"亚当·史密斯"游历到了奥哈马，遇见了这个威尔·罗杰斯般的人物，然后把他带上了他的电视节目"亚当·史密斯的金钱世界"。巴菲特和这个沸腾年代明显的差异就是，他是极少数准确预见到它最终命运的人中的一员，他安静地退出，终止了他管理的投资基金。他将剩下仅有的兴趣都投入到一家极少交易量的新英格兰纺织公司——伯克希尔－哈撒韦公司。这家公司后来成为史上最成功的投资计划工具。

那个在《货币游戏》或是《超级金钱》中所描述的投机的时代，开始于20世纪60年代的早期，在1968年时基本结束。然而，紧随其后的是又一波投机的浪潮，尽管其产生的原因与前者完全不同，它在1973年将

⊖ 本文改编自"亚当·史密斯（即杰里·古德曼，亚当·史密斯是其笔名）"新版的《超级金钱》的序言。2006年，由John Wiley & Sons出版社允许重印。

⊖ 本书中文版机械工业出版社已出版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票市场推向了一个更高的高潮。紧接着，这个泡沫破灭了。到1974年秋天，市场由它的最高点跌去了50%，重新回到了15年前，也就是1959年的水平。

这两本书都受到了大量渴望知识并且博识的读者的欢迎，理所应当地成为畅销书。在书中，作者“亚当·史密斯”详细描述了这个舞台秀主人公的敏锐、活跃并且常常很有趣的逸事。如果《货币游戏》这本书是对个人投资者行为的研究的话，那么《超级金钱》这本书，如它的封面上所说的那样，是关于那些关注“超级货币”使用的机构投资者的社会行为。超级货币，就是通过市场升值和股票期权所产生的收入，它已经变成了沸腾年代的这个王国的硬币了。

这两本书很快就成为那个疯狂年代投资的工具书。回想起来，这两本书给予了我们卡桑德拉⊖式的提醒，让我们小心下次疯狂时代的来临，而30年后另一个疯狂的时代果然到来了。20世纪90年代晚期的新经济泡沫同那些早期的泡沫有着惊人的相似，之后股市也从最高点跌去了50%。当然乔治·桑塔亚纳是对的，他警告我们说，“那些遗忘过去的人注定是会重复它的”。

在第二次大崩溃之后，当投资者们再次开始寻找方向的时候，新版本的《超级金钱》出版了。书中描述了一段非常迷人的历史，其中充满了才能和智慧，为那些没有经历过沸腾年代的人提供了宝贵的一课。它同样给那些经历过沸腾年代的人提供了深刻的回忆。用约吉·贝拉（美国职业棒球投手）深刻的（虽然可能是假托他之名）话来说，这就是“又一次似曾相识的感觉”。

我感到很幸运，我从这次超级货币泡沫中学到了很多宝贵的经验，虽然过程很痛苦。在那个年代，我曾经和其他人一样迷失过，但是无论是从个人角度还是专业角度，我都重新唤起了回归和重新战斗的勇气。那个严酷的年代让我坚强了很多，我重塑了自己的投资观。因此，在20个世纪之交新经济的泡沫快要达到破裂的临界点的时候，我成了极少数

⊖ 卡桑德拉，意为“厄运式预言”。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的卡桑德拉中的一员，提醒投资者们应该分散在高科技股上的投资，把主要的资产投到债券市场上。

我同样很幸运能够认识杰里·古德曼（笔名“亚当·史密斯”），并有幸在很长的一个阶段和他共事。那时，我们总是定期接受《机构投资者》杂志（他是创始编辑之一）的采访，并定期参加广受欢迎的公众广播网的电视节目“亚当·史密斯的货币世界”。在20世纪70年代，我们共同服务于普林斯顿大学经济学系的咨询委员会，在那里他论据充分并且强大的观点总能成为每年圆桌讨论会上的焦点。虽然我丝毫不怀疑杰里·古德曼是超级的思维能力和写作能力的完美结合，但是我还是安慰自己我们在战场上势均力敌（完全的势均力敌：很多年前，在普林斯顿大学的壁球比赛中，我们打成了2:2，并在决胜局中打成了7:7，最后灯熄灭了，比赛也只好结束了）。

作为为数不多的在金融市场中摸爬滚打了55年的人之一，我很高兴也很荣幸可以在2006年为这本好书的再版写序。我将会讨论超级金钱年代人们的放肆行为，以及随之而来残酷的惩罚；最后，我将讨论历史上最近的一次“公众的妄想与疯狂”的来龙去脉。然而，如果将来的投资者可以从他们的前辈身上吸取宝贵的经验并从这本伟大的书中获得历史的教训的话，我想那将不会再有泡沫出现了。但是，我可并不指望它。

超级货币时代

杰里·古德曼的书描述了这样一个接近金融疯狂的年代，有时候甚至说是已经完全疯狂的年代：幻想胜过了现实；短暂的利润幻觉（更不用说盈利计算和盈利预测）胜过了资产负债表和折现现金流最终的基础。在那个年代中，投资者把“印象”和“趋势”作为投资的试金石，因为这些由数字支持，所以很容易被合理化。可是事实上，这根本就毫无根据可言。在杰里·古德曼为这个新版本写的导言中，他说道“……人们把金融市场看做是理性的，因为这个游戏可以用数字来衡量，并且数字是有限的和明确的”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在那个货币游戏/超级货币的年代，感知在很大程度上超越了现实，因为金融的把戏使得现实看上去比它原来的样子好很多。“亚当·史密斯”描述说抬高利润是如此的简单。“把加速折旧法调整为直线折旧法来减少折旧费用、调整存货的估值、调整养老金的费用、资本化本该费用化的研发费、递延项目的成本直到项目带来收入为止、采用集中购买（会计处理），边做这些边关注股价的变化，而不是经济现实如何。”大多数公众会计师对这个游戏视而不见、听而不闻。这一代最受尊重的会计师，伦纳德·斯帕切克（Leonard Spacek），安达信会计师事务所的名誉退休主席，估计是孤军奋战来大声疾呼去抵制日益普遍的财务操纵。他说：“我实在无法理解我们的职业如何可以容忍这种编造的东西的存在，财务报表变成了赌博的轮盘，人们根本不听劝告。”

投资者们广泛并且深刻地接受了这种愚蠢的行为。在1968年1月的《机构投资者》杂志中，作为行业领袖并在研究机构担任分析师的查尔斯 D. 埃利斯（Charles D. Ellis），总结道：“有时候短期投资要比长期投资更安全，股票的报价要比大多数研究所关注的基本面更重要。基金经理购买的是股票，而不是在投资一家企业。”

然而现实最终翻转过来。这时候，作为泡沫最前沿的股票市场崩溃了，那些纷纷倒下的偶像都被证明有着品格上的缺陷。让我们来看看《超级金钱》中的这张表（见表6-1）。

表 6-1

全美学生营销公司	36	$1\frac{1}{2}$
四季养老院	91	0
Parvin Dohrmann	142	14
曼联	25	1
萨斯奎汉	80	7
管理辅助	46	2

这些股票都曾是最受共同基金经理们欢迎的股票。那些最努力的金钱游戏的玩家曾获得了最大的短期成功。在由Arthur Wisenberger公司出版的年度投资公司手册1966年的版本中，甚至还为这类基金特别编了一个分类。“最大资本收益基金”（MCG）从传统的“长期增长为主，收入其次基金”（LTG）中分离出来，剩下的基金被归类于保守的“成长和现有收入基金”（GCI）的分类。在那个沸腾年代（1963～

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1968年)，这几类基金的收益差别显著，GCI收益率为116%，LTG收益率为151%，而MCG收益率达到了可观的285%。

在沸腾年代的起初，只有22家MCG基金，然而顶峰时候出现了143家。令人惊奇的是，在1966年Gerald Tsai曼哈顿基金首次公开募集，这是这个行业第一次如此热门的IPO，此前没有哪次IPO可以算得上是热门的。基金在发行之后被归入了LTG的基金类型。这次发行吸引了2.5亿美元的资金，这相当于当年流入股市总资金的15%，它的总资产在两年内猛增到了5.6亿美元。Tsai是一个不可思议的基金经理，他在富达资本基金任职的时候表现得极为惹人注目——1958～1965年296%的收益率，而保守型股票基金的平均水平为166%。《新闻周刊》大概总结了市场对Tsai的追捧，“散发着绝妙的令人眩晕的气息，没有人可以比他更有影响力……当之无愧的共同基金之王”。Tsai是一个很好的营销者，他把自己描述得相当保守，甚至否认有“沸腾”类型的基金存在。

在1963～1968年的泡沫中，其他“沸腾”类型的基金也取得了同样令人瞩目的成就。标准普尔500指数增长了99%，而富达趋势基金增长了245%；Winfield基金增长了285%；Enterprise基金取得了令人惊奇的643%的成绩。然而，1968年的股市高峰之后，在1968～1971年，这些基金出人意料地只取得了低于平均水准的收益。因为在繁荣时期它们拥有卓越的收益记录作为基础，所以它们在1971年以来的总记录也就看起来仍然很突出。

不仅仅是共同基金加入了市场疯狂的行列。因为基金经理们的贪心起码还可以被理解，然而那些主要的非营利机构也加入进来就有些令人费解了，甚至连福特基金会都火上浇油了一把：“在很长一段时间内，我们为谨慎付出的代价比为不谨慎或是承担风险付出的代价更大。”最不谨慎的典型人物就是罗切斯特大学捐赠基金。《超级金钱》描述了这样一种方法，“购买那些所谓的伟大公司，然后持有它们”，比如一个持有IBM、施乐、柯达公司股票的投资组合。这个组合的单位价值（如《超级金钱》的附录中所列）从1962年的2.26美元猛增到1967年的4.95美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元，然后到1971年增长到5.60美元——复合增长150%。但是，真的就如此简单吗？

可惜，如果我当时的想法和现在一样该多好啊！被那个沸腾年代迷幻的歌声所吸引，我也盲目地加入了这个浪潮。1951年，从大学毕业我就直接加入了惠灵顿管理公司。在1965年，公司的主席和创始人指导我让我努力把公司带入一个新的时代。我很快就安排了一次并购，并购的对象是波士顿的货币管理公司Thorndike Doran Paine and Lewis，它的Ivest基金是沸腾年代表现最抢眼的基金之一。这次并购在1966年完成。在1967年的时候，乳臭未干的我对我的同事宣布，“我们是第一名了，因为在1966年12月31日之前的五年中，我们获得了整个共同基金行业中最高的收益率，这真是太好了。”

这个并购案的故事被刊登在1968年1月刊的《机构投资者》杂志的头版文章上，它的编辑正是杰里·古德曼。这篇题为《优等生们接管了惠灵顿公司》的文章描述了新的合伙人如何把惠灵顿公司从传统的平衡型投资轨迹转向了新的临时性的投资轨迹。在惠灵顿基金1967年的年报中，这被基金新的投资组合经理沃尔特 M. 卡伯特（Walter M. Cabot）描述为有活力的保守主义。

时代变了。我们也决定跟着改变我们的投资组合，从而使它更符合现代观点和机会。我们选择了一种“有活力的保守主义”的哲学，关注那些被证明有能力跟随变化转型并盈利的公司。我们已经把我们普通股的投资头寸从64%增加到72%，重点关注成长型股票而减少了在传统基础行业的头寸。一个保守的投资基金应该同样是很有侵略性地追求回报，因此对资本增长、潜在利润和增长股利有着巨大的敞口。应该需要想象力、创造力和灵活性。我们会投资社会上很多伟大的成长型公司。有活力和保守投资便不再是一对反义词了。强有力的进攻才是最好的防守。

当整个基金行业最保守的基金之一都开始“有侵略性地追求回报”的时候，那么沸腾年代显然就到头了。是的，它的确到头了。令人悲伤

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的是，随后而来的市场大屠杀，基金那所谓强有力的进攻毫不令人惊奇地变成了最坏的防守。

应得的惩罚

当直觉和现实之间存在间隔的时候，那么这个间隔被弥补上只是一个时间的问题。然而，既然现实是如此的顽固并不能忍受任何不光彩的手段，那么就不可能让现实去迎合直觉。所以只能是直觉去迎合现实。“我死了之后，管它洪水滔天。”

在1968年那个沸腾年代结束之后，市场在1969～1970年下跌了5%。之后新一批的激进的投资者遭受了更大的损失（平均30%），但是这个下跌很快被1971年市场14%的反弹所抵消（那时杰里·古德曼正在撰写《超级金钱》）。在1972年，市场急速反弹了19%。两年综合来看，市场和MCG基金都产生了总计35%的收益。

这两年的泡沫反映了从沸腾年代到漂亮50年的微妙转变。但是，这个转变并没有帮助到其他那些更为保守的股票基金。为什么？当这个泡沫从一般较小的概念股票转向大公司——那些在罗切斯特报告中被称为“伟大的公司”（这些伟大的公司有时被称为“漂亮50”或是“贞洁处女”）的时候，那些小公司的股价则彻底地与现实接轨，跌到了谷底，它们的市盈率不仅折现了未来，连未来的未来都给折现了。

然而，随着1973年的到来，这场游戏结束了。在接下来的两年中，激进型的基金净值平均下跌了50%。富达基金下跌了47%，Enterprise基金下跌了44%（Winfield基金在1969～1970年下跌了50%，还没等到最后的屠杀就彻底出局了）。Tsai的曼哈顿基金甚至更糟糕，总共跌去了55%。截至1974年12月31日，曼哈顿基金交出了一份整个基金行业历史上最糟糕的记录，投资者累计损失达到70%。Tsai，这个失败的投资者却是一个聪明的企业家，1968年他把他的公司卖给了CAN保险公司。截至1974年，曼哈顿基金的总资产缩水了接近90%，最终只剩下5 400万美元，还不到以前的一个零头。这个名字也彻底地消失在市场历史的垃圾

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

桶里。

在罗切斯特大学，捐赠基金的价值因为它的管理者冠冕堂皇的意图，也在沸腾年代中垂直下跌。而在漂亮50年，它的份额净值由1964年的3.17美元回升到了1972年的7.2美元。然而漂亮50年过后，份额净值又在1974年重新跌回了3.13美元，这甚至比它10年前开始募集完毕的时候还要低。的确，“我死之后，管它洪水滔天”（为了反映罗切斯特投资经理们的尴尬，1974年的基金年度投资报告封面被印刷成红色，上面写着“我们所能找到的最深的阴暗”）。

我的脸也红了。我几乎不能找到任何词语来形容我对自己做出这么多糟糕选择的遗憾和愤怒。公司的领导是如此信任我，而我却让自己和公司同那些沸腾的基金经理为伍；我居然不可思议地相信了不用承担额外的风险就能获得超额的回报；我居然天真地相信我可以不服从历史的明显教训，可以选任能够持续提供超额利润的基金经理；我居然穿上一件不合适的营销外衣去扩展惠灵顿的产品线（我很讨厌用这个说法来形容基金管理行业，但是这个说法又是如此准确和恰当，因为基金行业现在就是在从事着基金营销和产品开发的勾当）。我同样也变成了疯狂大众中的一员，抱着超乎寻常而又普遍的幻觉。

最终，我追求并完成的并购并没有解决惠灵顿的问题，反而加重了这些问题。尽管早期公司在沸腾年代中看上去很成功，但是事实上这都是幻觉。作为一个商业题材，这次并购在头五年的时候表现非常完美，但是之后我和我之前投机取巧地招入的基金经理们让我们的投资人深深失望了。在1973～1974年的大熊市中，股价从最高点暴跌到了50%。在这两年时间里，标准普尔500指数的总回报率为-37%（这其中包含股利收益）。

我们大多数股权基金表现得更糟糕。例如，在同一阶段，Ivest基金令人震惊地下跌了55%。在我们1974年度的主席致投资人信中，我直言不讳地说，“基金的净值在截至8月31日的财年中下降了44%……同期标准普尔500指数下跌了31%……我们认为基金的表现不尽如人意”（基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的一位董事因为我承认这个不言而喻的事实而吓坏了。之后，他很快从董事会辞职了）。在那个热情奔放的年代，我们又募集了其他一些激进型的基金。当账单之日到来的时候，它们也比标准普尔500指数要跌得厉害得多。Explorer下跌了52%，摩根成长基金下跌了47%,Trustees'股票基金下跌了47%。后者在1978年被清盘。我们曾经设计的一只“利用科技市场分析”（我并没有开玩笑）的投机型基金Technivest甚至在更早的时候就被清盘了。

即使是我们皇冠上的珍宝惠灵顿基金，早期提高了股权比例，主要投资于“社会上最伟大的成长型企业”，也在1973～1974年遭受了26%的损失。从1966年并购之后，它的总交易记录在所有平衡型基金中垫底。在那10年中，平衡型基金的平均收益是23%，而惠灵顿基金的累计总收益只有2%——这几乎为0（在1975年，投资组合经理卡伯特离开了公司，成为哈佛捐赠基金的基金经理）。

在一天天支离破碎的商业环境中，基金糟糕的表现给曾经合作的合伙人们带来巨大的压力，压力很快因为个人之间的差异、不同的抱负和尊严以及保持驾驭权力的欲望而加重。因此不令人惊讶的是，我和我们的新合伙人开始争执起来。然而，他们比我在董事会有更大的投票权，所以他们把我赶出了我曾经以为属于我自己的公司。

我让我们的股东失望了，我在职场上失败了——不是因为被解雇了，而是因为从一开始就跳入了基金投资的沸腾浪潮中。然而，生活是公平的，我犯下了巨大的错误，我也为此付出了巨大的代价。[⊖]我的心碎了，我的职业生涯陷入低谷。然而，我并没有被打败。我常常听到这样的话：“当一扇门被关上的时候（这次是被狠狠地摔上了），另一扇窗户将会打开。”我决定为自己打开一扇窗户，重新书写我的职业人生，彻底

⊖ 讽刺的是，那些雇用我的合伙人（那些应该为此糟糕表现承担直接责任的人）却没有付出任何的代价。他们完全控制了惠灵顿管理公司，并且在1982年开始的大牛市期间收获了巨额的回报。虽然如此，他们还是很明显从大崩溃的经验中吸取了教训，并且最终把惠灵顿管理公司重新改造成了明智的、受人尊重并且保守的基金管理者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

改变共同基金运作的结构。这个运作的结构应该为沸腾年代这个行业凄惨的失败承担重要的责任。我也愿意把共同基金行业改造成为一个更适合投资的地方。

但是，这个目标该如何才能实现呢？简单而言，为什么共同基金需要一个外部的公司来管理自己的事务，这是不是以前以及现在这个行业的一贯做法？一旦达到一定的资产规模之后，基金完全有能力完美地自我管理从而节省下来一笔管理费用。为什么不能创造一个使得基金真正共同化的结构？原来结构下的基金是为了外部咨询师的利益而运作，也就变成了为那些基金管理公司独立股东们赚取最大利益的手段。但是，新的结构下的基金是在最小成本的情况下真正为了基金份额持有人利益所运作的。基金将不再是在产品营销的基础上去运作，基金将不再关注市场上的热点板块，而是整个市场本身。投资的核心哲学将摒弃那些短期投机的错误思想，而重新拾起长期投资的智慧。因此，在1974年9月24日，经历了沸腾年代和漂亮50年的夸张与疯狂，也经历了随后而来的大崩溃的艰难痛苦，先锋投资集团公司应运而生。

另一个泡沫

《超级金钱》中最吸引人的一个故事就是有关某次在纽约召开的年度投资大会，大会吸引了1 500名信托基金的高级职员以及共同基金经理（大概1970年大会是由《机构投资者》主办的）。杰里·古德曼就是当时大会的主持人，正如书中所写，他本以为“如果曾经的赢家们中有些人愿意站出来并承认他们巨大的罪恶的话，那么在大熊市之后会有一个很好的心理转变”。然而，或许大家的灵魂都太圣洁了，几乎没什么人出来忏悔。不过脾气暴躁的新英格兰人戴维·巴布森（David Babson）还是提醒了大家，他把那时的股票市场描述成了“一场全国性的废物游戏”，他的投资哲学是建立在勤奋和常识的基础之上，“长期来看，美德总是会胜利的”。

他痛斥着与会的人，描述着专业投资者们如何被投机所蛊惑，并列

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出一个名单。名单上的股票曾经炙手可热，但最终暴跌（例如从80跌到7，从68跌到4，从46跌到2，从68跌到3等），甚至建议其中的一些基金经理彻底地从这个行业卷铺盖走人。尽管古德曼提醒说，“戴维，你已经有点越过了听众们痛苦的底线了”，但是巴布森还是罗列出了“购买新股和其他一些垃圾股，并把这些倒腾成了史上最糟糕的组合的新一代的基金经理们……通过提供垃圾股而赚取收入的承销商……那些成长为新的投资天才的金融媒体以及一群完全没有为别人管理资金责任感的菜鸟们”。巴布森总结道：“在美国的金融历史上，没有哪个年代比1967～1969年这个时期更虚假舞弊了。它如同1929年一样深深伤害了整整一代人，我们将等上很久才会再次迎来它的重演。”

可以想象的是，巴布森先生的评论并没有被台下的基金经理们所广泛接受。虽然，他没有预测到泡沫的另一部分（漂亮50年）将很快到来，但他还是正确的。从大萧条的1929年到沸腾年代开始的1965年，经历了35年的时间。在下次泡沫出现之前，我们又经历了33年。再一次，新一代的年轻人忘却了他们前人的教训。

新的泡沫产生的原因中有一部分和以前相同（它们或许是永恒不变的），戴维·巴布森已经罗列出了这些原因，“会计师和一心推动股价的管理层合谋，虚增报表利润；现代的公司资金管理者把他们公司的养老金看成了新的盈利点；共同基金的管理者使用各种能够想得到的把戏来创造他们纸面上的业绩，妄图一夜之间成为百万富翁；证券分析师们忘记了他们的职业操守，变成了说书人，让那些机构们自信满满地被忽悠进来”。1968年，查尔斯·埃利斯所说的“投资经理们只是购买股票，而不是投资一个企业”的梦魇再次萦绕在我们周围（不过换了种方法，投资经理们不再仅仅只是够买股票，而且开始疯狂地交易这些股票）。

如果你能体会到“看上去越多事情变化，其实越多原样被保留下来”的话，你就算是理解我的观点了。然而，每个泡沫都还是有自己的特色的，20世纪90年代后期的泡沫在永恒的等式中加入了一系列新的元素（正如《连线》杂志描述的那样）。这个泡沫背后所隐含的一部分牛市题

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

材主要建立在过量的玫瑰色的幻觉基础之上，"美国的胜利、所有主要战争都结束了、新科技的浪潮、生产力的提升、真正的全球化市场以及企业的重新构架——一个全球化背景下的开放性社会推动的美好循环"。还有就是，伴随着2001千禧年而来的兴奋（虽然很多人是在2000年1月1日的时候庆祝千禧年的到来）；信息时代和科技革命；（曾经资本化的）"新经济"。这些强大的改变似乎一起为我们展示了充满了超乎寻常机会的前途。然而，再一次，投资者失去了希望。

为什么这些会让我们感到惊讶呢？回到公元前2世纪，古罗马的演说家大加图告诫我们：

在人性的深处一定有着很多愚蠢的地方，否则，人们就不会被同一个陷阱重复困住1 000次了。他们虽然记得他们过去的不幸，但还是会被引诱，从而让那些导致不幸的原因再次发生。

在我经历了早期的泡沫之后，我不再需要大加图的告诫了。在2000年3月末的时候，那时股市已经疯狂地上升到顶峰，我发表了一次演讲来警告波士顿的机构投资者们。我警告道："我们已经被困在由人性中无止境的愚蠢设下的又一次周期性的陷阱当中……那些忽略了大量反映市场疯狂的信号或是泡沫信号的专业投资者，正在抛弃他们受信责任，也正在侮辱他们作为客户保管人所承担的职责。"

"这种职责应该如何被尊重呢?"我问道。

意识到对于我们所做的所有的预测和假设（我们把它们都当做理所应当）……股票市场收益在短期内是完全不可以预测的，并且短期比长期范围还要难以预测——除非我们相比今天更加了解今后25年的未来。但问题是，未来的预期通常根本不符合未来的现实。有时候是希望处于控制地位，有时候是贪婪处于控制地位，有时候则是恐惧处于控制地位。这从来都没有新的范例，希望、贪婪以及恐惧构筑了市场上永恒的范例。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在这个演讲中，我还提醒道："运用几乎任何一种传统的估值方法，股票的风险都会比今天小很多。"我指出："当股票的股利收益率下降到3%之下的时候，当股票的市盈率超过20倍的时候，当所有股票的总市值超过了美国国内生产总值80%的时候，这就几乎不可避免地预示着市场的主要高点要来临了。"我警告说："然而今天，股利收益率已经跌到了仅仅略高于1%……有的股票市盈率已经高达32倍……而股市的总市值已经几乎达到了国内生产总值的200%（请耐心）。显然，如果过去的数据意味着什么的话，那么风险就是这个巨大牛市中被彻底遗忘的因素了。"

沸腾年代和最近这个科技驱动的市场之间令人不安的共同点也吸引了我的注意。在我的观察过程中，我们列了表6-2来表示两个年代中几个方面的惊人的类似。其中包括激进型基金的巨额收益，以及这些基金吸引到了那些追求利润的投资者的巨大资金投入。那些投资者往往是在很晚的时候才进场（我已经获取了有关这些科技基金和标准普尔500指数随后表现备案的许可）。

表 6-2

五大前进基金		五大科技基金	
1963～1968		1997～2000	
基金回报率	344%	基金回报率	403%
标准普尔回报率	99	标准普尔回报率	92
比率	3.4×	比率	4.3×
1963资产	200百万美元	1997资产	5.6（10亿美元）
1968资产	3.4（10亿美元）	2000资产	40（10亿美元）
增长	17×	增长	7×
1969～1974		2000～2002（更新）	
基金回报率	−45%	基金回报率	−71%
标准普尔回报率	−19	标准普尔回报率	−38%
增长	2.4×	增长	1.9×

我的结论是：

所以，让我说得清楚点，你可以把我坚决地归入那些深深相信股票市场正在迎来一个痛苦的下跌的阵营。事实上，这个下跌可能在我10天

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前写这篇演讲稿的时候就已经开始了。从米尔顿·弗里德曼到约翰·席勒（John Shiller），（新出版的《非理性繁荣》的作者），再到《纽约客》的约翰·卡西迪（John Cassidy）、斯蒂芬·格兰瑟姆（Stephen Grantham）、杰里米·西格尔、朱利安·罗伯逊（Julian Robertson，他刚刚认输）、加里·布林森（Gary Brinson），（他坚定的信仰让他失去了工作）以及艾伦·格林斯潘（他的信仰没有让他失去工作）。如果从10年后来看的话，今天的股票市场或许也只是"异常的公众幻觉"和"大众的疯狂"中的另一章而已。

当它出现的时候，痛苦的下跌开始了，2000年3月10日，正好在我开始写这篇演讲稿的时候（这或许有些运气的成分。一般来说，我们知道股票市场将会发生什么，但是我们并不知道确切的时间）。我提出的那三个关于未来收益的问题该如何回答呢？与早期泡沫又一次惊人的相似，当在2000～2002年，标准普尔500指数下跌了38%的时候，大型科技基金的平均总收益率达到了惊人的−71%。马克·吐温的名言这样说："历史或许不会重复，但是会押韵。"

所以，亲爱的读者们，从那个疯狂的年代中，从那个大师所提醒我们会不断重演的时代中吸取教训吧。如果你愿意的话，从我们个人和专业领域的失败中获益吧，通过一种简单轻松的方式，而不是像我一样通过痛苦的方式（如果不是这样的话，我也不会在长时期的性格搭建努力后，获得美妙的成功）。最重要的是，跟从约翰·梅纳德·凯恩斯70年前设定的理想主义的目标，这在《超级金钱》中被详细地引用：

尽管今天大多数专业投资者真实的个人目标是比拼智慧，从而来预测几个月后的传统估值的基础，那么整个投资的社会目标应该是打败这个时代的黑暗力量和笼罩我们未来的无知。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

DON'T COUNT ON IT

第二部分

企业家精神与创新

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我曾经在企业家精神及创新方面做过很多的思考、研究和写作，它们也将是接下来四章的主题。在我谈理想主义和资本主义的时候，企业家精神和创新已经被提及。我接受约瑟夫·熊彼特的主张：企业家精神是经济增长的推动力。尽管我尊重那些以更低的成本不断地为更多的人提高更好的产品和服务的企业家精神，因为这些都增加了整个社会的价值，但是我还是谴责那些带有金融掠夺和投机性质的企业家精神，因为它们减少了社会的价值。

第7章对比了18世纪的企业家精神和当代企业家精神：18世纪企业家精神的价值观以社区为中心，这已经被本杰明·富兰克林完美地阐述过，而如今企业家精神的价值观更多地是以自我为中心。我并没有任何要成为企业家典范的意思，我只是具体地描述了一些导致先锋创建的价值观，这些价值观充斥在我普林斯顿毕业论文中理想主义的倾向里。我以谦逊的态度同样发现了我的价值观和富兰克林是多么显著的相似。该章结尾把我在节约和创造财富方面的原则与富兰克林在很多年前就已经阐述的原则进行了深入的比较。

第8章的数字很精确，但在一定程度上也只是说说而已：企业家精神的十七条规则。该章展示了我在探索金融领域建立新事物时所面对的挑战的路线图。这些新事物的存在不仅仅为了我们的公司，也同样为了我们的社会。同时，该章很大程度上建立在我很久之前的普林斯顿毕业论文里所表达的价值观基础之上。它描述了先锋集团是怎样成立的——虽然经历过多年的挣扎，面对过深怀质疑态度的董事会和来自同行的诋毁，早年未能让投资者接受我们的创意，以及最初遭到美国证券交易委员会的反对。是的，很少人会走在没有荆棘的道路上，但接受企业家精神的挑战却是一种乐趣。

“先锋：英雄传奇”（第9章）展示了一个与你从题目中所做出的期望很不同的解说，以我曾经做的演讲为基础。应艾略特·麦古肯教授的请求，我曾为佩珀代因大学（CA）的学生做过讲座，作为艾略特·麦古肯教授课程“艺术性的企业家精神及科技101”的一个部分。艾略特·

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

麦古肯博士的课程建立在像荷马的《奥赛罗》、但丁的《地狱》这些经典著作的基础之上，让我感到荣幸的是他把我的《为资本主义灵魂而战》也列在这些著作中。这篇文章主要写的是先锋集团的奥赛罗，包含挑战、夹缝中逃生并且最后成功的旅程。我以敦促我们金融领袖进行反思而结尾，这个主意在2007年可能会有帮助的时候没能得到很多支持。这些领袖当时赚了太多钱，冒了太多险，并且对当时造成的风险关心太少。

第10章的主题是企业家精神的表兄——创新。在这里，我提出了一个问题：什么时候创新会过犹不及？如果创新的想法仅仅是创造能增加社会财富或者福利的新产品、新流程或者新组织，就不存在“过度创新”这一说法。但是在金融领域，这种类型的创新是很少的。恰恰相反，金融领域的创新通常以“金融工程”为主，通过创造复杂的、高风险的产品来增加金融创新者的财富，而这种创新几乎不可避免地会最终耗尽客户的财富。就像沃伦·巴菲特所指出的：第一是创新者，然后是模仿者，再来便是笨蛋。

回顾过去，第二部分的最后一章现在看来就是一个有先见之明的对于那些在2008～2009年股市、经济崩盘时承担主要责任的风险过高的衍生证券的一个警告。该章以一个警告作为结尾：“是时候面对这些事实了。”但已经太迟了，危机的种子已经发芽，只有在跌倒之后，市场参与者及公共政策的制定者才最终直面这些事实。2010年7月奥巴马总统签署的法案代表了金融体系改革不可或缺的第一步——法案的出台历经艰辛，不乏妥协、政治压力和游说。时间会告诉我们这些改革在多大程度上避免或者减轻了未来潜在的金融危机。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

DON'T COUNT ON IT

第7章

资本主义、企业家精神与投资：18世纪对比21世纪[⊖]

去年夏天，我最终抽出时间阅读了已故的尼尔·波兹曼——一名多产的作家、社会评论家和纽约大学教授——于1999年亲笔签名赠送给我的《建造通向18世纪的桥梁》。该书的中心思想被浓缩在开篇隽语之中：

> 很快我们会知道18世纪所不知道、所没做过的每件事情也很难与我们同在。

波兹曼的书显示了对作为理性时代特征的旧式自由人道主义观念的充满激情的辩护。他的目标是恢复思想与机器之间的平衡，最主要的观念是我们在远离一个时代。在那个时代，西方文明的价值观和特性位于我们伟大的哲学家和领袖思想的最前沿。在那个时代，最主流的观点是任何重要的事情都必须有一个道德准则。

⊖ 建立在2006年1月25日给位于宾夕法尼亚州费城的大费城投资集团所做演讲的基础之上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相反，在当今这个信息技术时代，数字和科学技术看上去是在我们价值观的最前沿。打个比方来说：如果某件事不能用数字来计量，它就是没有价值的。无疑这种变化已经反映在资本主义体系的变化之上，曾经以信任和被信任为价值观的体系，已变成一个严重依赖数据的体系，因为那些确定的数字便深深地相信金融是理性的，而不管这种依据是多么值得怀疑。

波兹曼做出大胆断言：事实并不会受到潮流和时间流逝的影响，但是我却没有这么确定。事实上，我认为我们已经远离事实（不管人们怎么去定义“事实”），而变成“以为是事实”，我们对观点和数据的展示不过是为了自我利益而希望自己相信，也为了说服别人去相信。这种转变反过来导致了在我们商业和金融领域（美国实业界、美国投资界和共同基金领域三个我书中的主要谈论目标）发生的从所有者资本主义到经营者资本主义的“病态突变”，我曾在自己的新书《为资本主义灵魂而战》中提到。

虽然先锋也以21世纪企业的一种原型出现：虚拟组织，规模大，很大程度上依赖流程、即时通信和电脑技术，并且很大程度上依靠以数字为标准的当代管理，它的基本价值观仍然是原封不动的，但在核心层面，我们仍然是一个典型的18世纪企业：依靠早期的企业家精神、简单的投资战略、优先服务社会而非自身、股东利益优先于管理者利益的永恒真理而不断地发展，尽我们最大努力去高举伦理原则和道德价值最终必须是任何有价值的企业的根基这一信念。

现在是拿先锋与我们经营业务所在的金融领域做比较的一个合适的时机，因为我们最近刚庆祝了本杰明·富兰克林诞辰300周年，毫无疑问，富兰克林是有史以来最卓越的美国人之一。尽管300周年纪念让我们更加认识到富兰克林作为建国之父、宪法制定者、政治家、外交家、科学家、哲学家、作家、语言大师及智慧源泉所达到的成就，但是我们却很少关注他作为一个典型的18世纪人物所具有的严格的价值观，企业家、发明家的天赋以及明智的投资智慧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我也会讨论富兰克林的企业家价值观和发明才能是怎样集中于公共利益以及他的投资原则如何扎根于常识。在这两个案例中，我们都很容易想到这些价值观和原则是先锋价值观和原则的前身。我也会将18世纪的价值观和与之有很大不同、当今在美国企业及投资体系中所流行的21世纪价值观进行对比。

富兰克林的企业家精神和发明才能

让我们从富兰克林的企业家精神开始。富兰克林的企业家精神不仅在他所处的时代出众，在任何时代都是出众的。但是在当今资本主义宏伟时代，“企业家”这个单词通常与那些为追求个人财富甚至贪婪而创造企业的人联系在一起。事实上，“企业家”仅仅简单地指“掌管一个企业的人，建立和引导一个组织的人”。

但是企业家精神最美好的地方在于它承担了远比金钱更重要的东西。请不要只听我说，听听伟大的约瑟夫·熊彼特的话，他是认识到企业家精神是驱动经济发展重要力量的第一位经济学家。他于一个世纪前所著的《经济发展论》一书中，没有把物质和金钱收获作为企业家的最主要动机，而是找到了以下更加有力的动机：①“创造和做好一些事情或者仅仅是发挥自己的聪明才智和能力的乐趣”；②“获胜的意志：一种拼搏的冲动……为了获胜本身，而非为了胜利果实而奋斗”。

企业家和资本家之间有一点不同。如果富兰克林具有一个真正资本家的灵魂：“他会把从打印上所节省的时间用于其他赚钱的地方。”㊀但是富兰克林不是这样，对于他来说，赚钱是为了达到其他目标的手段而非目标本身。与他的发明一样，他所创造的企业是为了公共福利而设计的，而非为了个人利益。即使在今天，富兰克林博士理想的18世纪版本的企业家精神也是令人鼓舞的。当他提醒我们“精力和毅力能战胜一切时”，他很可能就是在描述他自己的动机——创造和获胜。用熊彼特的说法，为了创造和发挥个人聪明才智的乐趣、获胜的意志以及获胜的乐趣。

㊀ H.W.Brands, *Benjamin Franklin–The First American* (New York:Doubleday, 2000).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

富兰克林设立的一家共同基金保险公司是他从社区理念通向企业家精神的典型例证。在18世纪，火灾是一个对城市而言主要的并且总是存在的威胁。1736年，为了应对这种威胁，年仅30岁的富兰克林成立了联合火灾公司，其实就是一支保护服务签署者房屋的消防队伍。短时间内，费城的火灾公司联合起来，使得在它们保护下的房屋避免火灾损失成为可能。因此在1752年4月13日，富兰克林与他的同事们一起创立了费城房屋火灾险互助会。

新公司名称的灵感来自于成立于1696年的伦敦友好互助会。伦敦友好互助会的名称来自于那个时代对于互助会的定义："为了某一共同目的，有多人共同成立的组织"，一个对于由投保人所共同拥有的公司来说很合适的名字。虽然所有权和服务的结合产生了企业所有者与管理者之间利益的相关性，它既不是当时也不是当今商业组织的常见模式，但是相对于那个时代及组织的目标来说，确实是一个灵感，并且延续了下来。费城房屋火灾险互助会今天仍然存在，是美国最早的财产保险公司。富兰克林关于互助的无私想法经受住了时间的考验，这仅仅是他创造性的一个部分。他还建立了一家图书馆、一个学院、一家医院和一个学术协会，所有这些都是为了他的（现在也是我们的）社区。真不错！

像很多企业家一样，富兰克林也是一名发明家，并且同样地，他的目的是改善社区的生活质量。在他发明的其他装置中，包括避雷针和富兰克林式取暖炉（更不用提双焦距眼镜和脚蹼了）。他没有为了他自己的利益而为避雷针申请专利，并且拒绝了联邦对富兰克林式取暖炉申请专利的提议。（由他于1744年发明的"宾夕法尼亚火炉"彻底改善了家庭取暖的效率，为公众带来了极大的利益）。本杰明·富兰克林相信"知识并不是发明家的个人财富，而是大家所拥有的共同财产"。他写道："既然我们从其他人的发明中受益，我们也应该为有机会通过我们自己的发明为其他人服务而感到开心，并且我们应该免费和慷慨地这样去做。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

先锋的企业家精神和发明

富兰克林认为服务应该是为了社区的更大利益，创意和革新应该是为了改善生活质量而设计。如果你想到他的概念在今天这个由个人财富所驱使，通常可以说是贪婪的企业家精神的版本中已经很少见，说明你具备了很强的观察力。但是不管是多么少见，还是存在例证的。我就很熟悉其中的一个例证，1974年9月，先锋集团的创立就反映出了与富兰克林所重视的企业家精神和革新一样的价值观。

就像富兰克林与1572年在“共同化”的基石之上成立费城房屋火灾险互助会一样，我于2个世纪后的1974年成立先锋的基石也是“共同化”。但是，先锋不是自发出现的，而是从一个已存在问题的企业像凤凰涅槃一样成长起来的。我们可以把先锋的起源追溯到惠灵顿基金的设立。1928年，另外一位卓越的费城人、金融企业家和基金先驱沃尔特·摩根成立了惠灵顿基金，一直繁盛至今的美国历史最久的共同基金之一。摩根所拥有的惠灵顿管理公司运营和管理着这只基金并且从基金带来的咨询和分销费中获得利润。

先锋改变了惠灵顿基金的运营模式，将其从最初的为管理层赚取利润的组织变为为股东创造最大回报的组织。公然违背行业传统与实践，基金份额持有人而非外部投资者实际上拥有这家新的管理公司，在“成本基础”之上对其进行运营。在先锋的支持下，惠灵顿基金及其姊妹基金迈出了成为一家真正共同基金的前所未有的一步。在这个变化开始时，当时的惠灵顿基金集团的资产是14亿美元。我们知道这种冒险并非没有风险，在面对1973～1974年市场崩盘时，基金资产便被份额持有人以令人害怕的速度撤回。实际上，我们直到1981年6月才结束了连续78个月的资产流出。接着，先锋的时代开始了。

刚开始运营时，我们仅仅是一个由28名队员（我从来不喜欢用雇员这个词语）组成的小公司。现在我们的队员数量已经接近12 000名，我们的七只共同基金（我也从不喜欢用产品来描述共同基金）现在排名130位，我们的资产也超过了9 000亿美元。作为我们经营领域发展最快

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的公司，我们现在是世界上最大的两家基金集合体之一。

我们真正的共同性（以及由此带来的低成本及“份额持有者第一”的价值观）是公司取得令人瞩目发展的一个最重要因素。为什么共同性如此重要？因为投资的核心事实就是成本。既然股权共同基金就是投资于在美国股票市场上交易的证券的分散投资组合，作为一个组合，从投资组合上获得的总收益与从股票市场上获得的收益大致相等，但是仅仅是在去除基金成本之前。归属于投资者的基金净收益少于基金的总收益，因为基金的成本包括那些管理费用、运营费用、投资组合的交易成本及基金的销售佣金。

就像赌博在赌场管理人的钱耙下去之后就成为输者的游戏一样，战胜市场在去掉金融中介的成本之后也成为一个输者的游戏。可以说基金行业是唯一的“收获与付出不对等”的行业。事实上，把基金投资人看做一个整体的话，“你们收获的确实与付出不对等”（稍后，我会就基金成本对长期收益的影响给你举出强有力的例证）。

但是尽管共同性是先锋成长的核心要素，这一概念却很难受到欢迎。我为公司的名称选择先锋的部分原因，是想表明我们的结构将建立起一种新的趋势，而我们将会是这一趋势的领导者。遗憾的是，尽管30多年已经过去了，我们的共同结构仍有待吸引其第一个追随者。

共同性至今仍未能支配金融海洋的原因，我担心，是那些熊彼特所描述的企业家们，他们本身创造共同基金企业（“是为了创造的乐趣……为了成功本身，而非为了成功的果实”）通常继承了商人的特性，更容易受到成功的果实以及通过建立起他们自己的帝国从而获得更多个人财富的诱惑。在共同基金领域也是这样。在我1951年进入这个行业时，小的、私人所持有的、由投资专家来管理的机构是这个行业的基础，而现在则已经被巨大的、上市企业集团所取代，这些公司是为了它们自己的资本而非你（作为基金份额持有人）的资本去获得收益。正如我书中所指出的一样，共同基金是管理者资本主义战胜所有者资本主义的范例。但是胜利的战略最终属于提供共享优势去服务份额持有人以及所有者的公司，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该公司仅仅简单地将大部分难以承受的成本从投资等式中去掉。很难想象富兰克林博士，如果出生在我们的年代，就不寻求以同样的方式去服务社区，而是他自己。

我们创新的结构以及由此造成的低成本是我们一系列发明的跳板，主要是设计（在概念和实质两个方面）新的基金，从而最有意义地、显著地利用低成本。第一个发明发生在我们开始仅仅几个月后，当时有一个简单的想法，事实上该想法最早出现在我于1949～1951年在普林斯顿写毕业论文时，它不停地出现在我的脑海中。如果共同基金作为一个群体因为其沉重的成本而不能获得股票市场的收益，为什么不以我们所准备的能实现的最低成本去拥有整个市场。那时候，投资者就能获得接近100%的年收益，而不是我们的同行所能做到的70%～80%。这个平凡的、显而易见的见解很快导致了最强有力的先锋哲学的简单发明——历史上第一只共同指数基金。今天，“博格的荒唐事”（现在的先锋500指数基金）是世界上最大的共同基金。

通过显而易见的算数计算，可以发现成本在决定收益的过程中起着关键的作用。仅仅是这个显而易见的算数计算让我们认识到指数化的含义不只是简单的全部股票市场指数基金，随之而来的还有全部债券市场指数基金。结果我们开发出了第二个前所未有的发明，接着是第三个。第二种发明是在债券基金领域，在1977年，我们发行了行业内第一只明确到期日系列债券基金，包括一个短期组合、一个中期组合和一个长期组合。这看上去可能并不算很有创造力——确实不算！——但是这个简单的概念给债券基金行业带来了革命性的变化，几乎整个行业都很快追随了这套组合。这种债券组合三层结构现在是行业的标准。

同一个简单的算数计算也是先锋第三个发明的关键，该发明也很快被模仿（当然，低成本除外）。1993年，认识到（尽管我们早就应该认识到！）因积极管理基金导致的过多税收对基金所有者来说至少是像运营成本、管理费用、申购费用以及换手成本一样重的负担，我们创造了行业内第一只为最小化税收而设计的系列基金——两只股权基金以及一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只平衡基金，这些都主要追随被动指数导向的策略，在未来的几年里实现了当初的承诺。

追随富兰克林美好的前例，先锋将其发明置于公共领域而非追求个人利润。我们没有试图为指数基金、三层组合结构以及税收—管理基金申请专利，我们也没有为了利润而为我们其他的任何发明或者创新申请专利。“在先锋里”，我们的想法是通过给投资者提供一系列智慧的选择，提供共享的优势，从而为公司始终获得一个竞争优势。

投资智慧——18世纪的富兰克林，20世纪的先锋

本杰明·富兰克林在企业家精神和发明中所具备的公民美德掩盖了他作为投资圣人所具备的非凡智慧。可能因为投资智慧如此简单以至于看上去很平凡，与他的其他巨大成就相比几乎未被注意到。带着他的简单观念，他应该会发现在这个新的投资年代，我们已经忽略了最重要的经验：简单胜过复杂。我们从媒体阅读到的股票的全部交易（在美国，每天有接近40亿股的股票交易，一年下来差不多1万亿股的股票被交易）都涉及投机者获得更大的竞争优势的企图，即使这不可避免地会减少投资者作为一个群体所获得的回报。

尽管我们所知道的股票和债券投资在富兰克林那个时代并不存在，他关于储蓄的明智建议为今天的投资账簿设立了一个很高的标准。如今的投资账簿通常都含有承诺能够“战胜市场”的复杂项目，但是不可避免地都做不到承诺。在我的书中，我尽量去集中在那些能够明确投资成功的简单原理上。这些投资理念被证明与富兰克林关于储蓄的理念惊人地相似。富兰克林关于“储蓄”的理念主要在他的著作《通往财富之路》中提出，该书于1757年第一次出版。对这两种投资哲理的比较发现，完善的金融原理的智慧可以最早追溯到富兰克林对“储蓄”的质朴的描述，与先锋的投资理念一致。

最好的开始之处应该在于富兰克林对于复合利率魔力的准确理解。根据《费城询问者报》记者克拉克·德莱恩的叙述：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1785年，一位法国数学家效仿富兰克林的“穷查理”写了一篇名为《幸运查理》的文章。在文章中，他嘲笑了（对他来说）不能忍受的富兰克林所展示的美国式乐观主义。其中一段写道：幸运的查理在他的遗嘱中留下了一笔很少的钱，但是这笔钱只有在获得500年的利息之后才能被使用。[⊖]

德莱恩接着写道：“富兰克林对那位法国数学家就他的伟大想法表示了感谢并且告知那位法国人他自己决定给他的出生地波士顿及生活的地方费城各留下1 000英镑的遗产，但前提是这笔钱会先放在一个基金中积攒200年的利息。”富兰克林假定将会获得5%的年利息，最初的1 000英镑会在100年后变为131 000英镑（按照现在的汇率，相当于232 000美元），200年后会成为17 300 000英镑（31 000 000美元）。

由于一系列实际发生的金融因素及复杂的法律因素，当富兰克林的信托在200年后到期时，当时计算出来的总值并未达到。（波士顿的基金当时价值接近500万美元，费城的基金大概价值250万美元。）尽管如此，这个结果仍然是对资本巨大积累的令人惊叹地展示，当收益率与实践联系在一起发生爆炸式的混合，这一巨大的资本积累就可以达到。我们称这种混合为“复合的魔力”。

类似地，就我所能记起来的，复合利率一直是我个人投资思路的中心。我第一本书[⊜]的第1章的导论便是：

复合的魔力。有史以来最伟大的发明是阿尔伯特·爱因斯坦对符合利率的描述……在1872年投资到股市的1 000美元1992年的时候就增长到了27 710 000美元[当这本书出版的时候，股市的历史收益率是8.8%]……显而易见是因为复合的魔力。

尽管8.8%的收益率更高一些，120年的时间比富兰克林200年的时间

⊖ Clark DeLeon,“Divvying Up Ben:Let's Try for 200 More,” *Philadelphia Inquirer*, February 7,1993.

⊜ 在该书中，我举例时使用了1美元作为最初的投资，而不是1 000美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也要短些，但是，相对于我们个人的理财计划，两个时间段看上去都过长而显得没有意义。因为对于几乎所有美国家庭来讲，一个舒服的退休生活是关键的目标。在我的新书中，以今天的实际数据为基础，我使用了65岁的时间范围，假定一个人工作45年（到65岁），然后接着享受20年的生活（到85岁），“假定以8%的年回报率的话，那么在这个时间段开始所投入的1 000美元最终会价值148 780美元——复合的魔力。”

但是很快我要提醒这个总数不大可能达到。为什么？因为这一显著的复合收益魔力很有可能被微笑的复合成本暴政所击败，这一概念连伟大的富兰克林在他那个相对简单的年代都没有想到。下面是将发生的事情：

假定每年的中介费用（支付给共同基金经理）仅为2.5%，那么8%的收益率会减少到5.5%。以这个比率的话，同样1 000美元的初始投资的最终价值仅仅是32 456美元——复合成本的暴政所致。成本暴政战胜复合魔力的最终表现就是以令人吃惊的程度将投资者积累的财富减少了接近80%……被我们的金融系统所消耗掉。

当华尔街（尤其是我们的资本经营者、金融产品的营销者、投资银行家和股票经纪人）在没有一分资本投入和承担一分风险的时候却获得了收益的80%时，我们的金融系统一定是存在严重的问题。正如我在书中所记录的一样“我们金融系统由所有人资本主义向经理人资本主义的转变对于投资者来说是毁灭性的。”

这样的话，投资者应该怎么去做？我们应该怎样明智地计划我们的未来财务情况并争取一个舒服的退休生活？再一次，富兰克林的理念与我的相一致。让我摘取他的一些格言，主要来自《通往财富之路》，并与我的建议（在我自己的书中称为“智慧之柱”）进行比较。

关于为未来储蓄

富兰克林：如果你想变得富有，在考虑收获的同时也要考虑储蓄。记得时间就是金钱，时光一去不复返。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

博格：不投资肯定不能积累到一笔能保证良好财务未来的财富。复合利率是一个奇迹。时间就是你的朋友，充分利用所有你能利用的时间。

关于成本控制的重要性

富兰克林：留意小的开支，小漏能沉大船。

博格：简单地计算就可知道，你的净收益就是投资的总收益减去所发生的成本。因此使投资成本在可控制之下。

关于冒险

富兰克林：一分付出，一分回报。舍不得诱饵钓不到鱼。

博格：投资是必需的。最大的风险是不把钱投资以获得丰厚的回报这一长期风险，而不是短期的市场波动风险，即使它确实是存在的。

关于理解什么才是最重要的

富兰克林：对知识的投资总是能获得最大的回报。好学者的学问，精明者得财富。如果一个人倾其所有以求学问，那么这些学问是没有人能拿走的。

博格：要想成为一名成功的共同基金投资者的话，你需要利息。如果关于基金过去的收益，尤其是短期收益，是接近无意义的话，关于风险和成本的信息则是无价的。

关于市场

富兰克林：一个人可以比另一个人精明，但是却不是比其他任何人都精明。

博格：不要认为你比市场知道得更多，也不要将行为建立在你认为是个人的实际上却是多数人都知道的见解之上。

关于安全

富兰克林：大财产可以多冒险，小船则不能离岸太远。

博格：多元化，多元化，多元化。如果拥有多元化组合的股票和债券，剩下的就只有市场风险了。

关于预测

富兰克林：看见容易，预见很难。

博格：知道我们所不知道的是需要智慧的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关于照顾好自己的利益

富兰克林：如果你想有一个忠心的仆人，做你自己的仆人。

博格：投资者一定不能忽略自身的经济利益。

关于坚定不移

富兰克林：勤勉、毅力和节俭创造财富收入。

博格：坚持到底。不管发生了什么，坚持你自己的计划，从长远的角度考虑。对于聪明的投资者来讲，耐心和一致性是最重要的资产。不管怎样，坚持下去。

从上面一些由两个费城人所共有的好的理财建议中，虽然他们两个人相差了300年，毫无疑问，你至少能学到以下两样东西：①18世纪的富兰克林在用词方面远胜过21世纪的博格。②合理的储蓄和投资原理是经过了时间检验的，而且可能是永恒的。通往财富的道路被证明是要避免高成本、高换手率、机会主义的营销形态，而这几点正是今天我们金融服务体系的特点。商业利益的获得可以用一句话来描述："不要仅仅站在那里——需要行动！"而投资者利益的获得则需要完全相反的方式："不要行动——就站在那里！"

美德

事实表明，18世纪版本的企业家精神、共同性和创新有着一个共同点：美德。虽然美德这个词在今天常常令我们尴尬，毫无疑问，它不会使富兰克林博士尴尬。1728年，当富兰克林年仅22岁的时候，他告诉我们他在"构思达到完美道德的大胆和艰辛的计划……我知道或者我自认为我知道什么是对和错，并且我不理解为什么我不总是做其中的一个并且避免另一个。"他告诉我们这个任务比他想象的要难很多，但他最终还是列出了13个美德，包括节制、沉默、秩序、节俭、勤勉、真诚和公正，甚至把它们按照重要性进行了排序。他在每天开始的时候会问："清晨问题，我今天要做什么好事？"每天结束的时候会问："夜晚问题，我今天做了什么好事？"很难想象出一个更加道德的人生观。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

即使不用18世纪的理想主义，而用21世纪犬儒主义的视角来观察，我也对富兰克林的道德力量和严格的自我改善感到吃惊。尽管在当今社会，我们中很少有人会愿意追求写下来的有关美德的议程，富兰克林所树立起来的，用他自己的话说“完整的人格”，让他在美国独立战争中对追随他的市民有很大的影响力。这种人格对他献身于公众利益也是极为重要的，这一点很容易从他的企业家精神、他在创新过程中的乐趣、从其聪明才智的发挥以及他的精力和坚持中看出来。与一个世纪后的熊彼特所做到的典范一致，他仅仅为了成功而最终成功，为了服务社会而非为了个人所得及私人利益而充分发挥了自己的才能。“美国第一位企业家”可能也是我们最好的企业家。

我希望你们能够原谅我斗胆拿美国第一位企业家无与伦比的成就与我自己微小的企业家精神及创造力，我自己在天意引导我去创造过程中的乐趣，我自己的精力和坚持，以及我对为改善美国投资公众利益而战的热爱进行比较。我承认我为自己的事业而自豪，我用富兰克林在我这个年龄时所做的自白来慰藉自己：

事实上，在我们的固有感情中，自豪是最难被征服的。不管个人怎样尽情地掩饰它、与之作战、希望打到它、扼杀压抑它，它仍然存在，不时地出现并展示自己；你总能看到它，因为即使我认为我已经彻底征服了自豪的感情，我仍会为自己的谦逊而感到自豪。

因此如果这个下午我有流露和展示出自己的自豪，我希望你们认为我是以很谦逊的态度来讲述先锋的结构、我们根本的价值观、发明及投资原理这一编年史的。但是我希望这些会对各位的企业家精神创新性和发明有所帮助，避免出现富兰克林所描述的“生命的悲剧——我们老得太快却又聪明得太晚”。我在本章开始的时候引用过波兹曼的格言，请让我以调整过的这句格言来总结我的希望：

虽然我们现在几乎知道了18世纪所不知道的所有事情，但我们仍然记得18世纪所知道的东西，这样我们才会心安理得一些。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

DON'T COUNT ON IT

第8章

企业家精神的17条原则[⊖]

一系列令人开心的事情（从我成为1951级学生进入最好的班级开始）导致了先锋的成立。今天我们管理着约7 200亿美元的投资者资产，是世界上最大的两个共同基金之一。像所有的数字一样，这些数字本身并不重要，重要的是我们创造了一种独特的管理结构，一种更经济、更有效服务投资者的方法以及新的投资管理方式，这些已经开始重塑金融界对投资的认识。

当然，先锋也是一个关于企业家精神的故事。但其却是一种独特的企业家精神：包括：①使一个既存企业得到了更好的运用；②几乎不需要资本资产的商业；③一种不易被模仿的创新企业结构，即使50年后也是如此；④一个独创的想法，共同基金指数，简单地说是一种“杀手级应用”，一个从经验上看不能被进一步改进的投资战略。如果这些都不足以让先锋独树一帜的话，我还会加上⑤一个并非为创造者提供股权或者为企业家提供回报而设计的公司。（我会在后面讲到更多！）如果这5个特色破坏了我谈论企业家精神的可信性的话，那就这样吧。但是不管

⊖ 建立在于新泽西普林斯顿举办的普林斯顿企业家网络第五次年度全国大会上所做的发言基础之上，5月28日，2004。演讲的原名称是“先锋——普林斯顿之子”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如何，我仍然会尽力的。

一切的起点

整个故事以我漫长人生中所遇到的几乎数不清的突破中的第一个突破开始。其发生在布莱尔学院，多亏奖学金和工作，我在那里接受了一段良好的大学预备教育。这个宝贵的优势接着为我带来了另一个突破——在另一份同样的全额奖学金和餐馆服务员工作的帮助下，我于1947年夏末进入了普林斯顿大学。（那时候进入的话要简单些！）

尽管我在布莱尔学院的成绩很好，但我发现早期在普林斯顿大学学习很困难。最糟糕的时刻来自于1948年秋天，当时我在努力应付保罗·萨缪尔森《经济学》（第1版）。这对我的专业领域来说并不是一个开心的入门，在期中评分中我得到了一个应该得到的成绩4+（相当于现在的D+）。因为我其他科目的成绩也没有很好，所以我的奖学金很危险，而且我没有外部的经济支援，因此我在普林斯顿的学习生涯很危险。但是期末的时候，我的成绩取得了一个很好的提高，达到了很难说是优秀的平均成绩3（现在的C）。

我的成绩一直不够优秀，但是一年后，命运再次向我微笑。我决定自己的毕业论文写一个先前理论从未涉及过的主题，因此，亚当·斯密、卡尔·马克思、约翰·梅纳德·凯恩斯很难出现在我的名单里。但是我应该选择什么主题呢？1949年12月我在当时崭新的火石图书馆阅览室阅读《财富》杂志时，我停在了第116页，读了一篇我连想都不敢想的商业的文章。当看到《波士顿的巨大财富》将共同基金描述为“微小但是引起争议”时，这位无经验但是有决心的年轻人决定将共同基金作为他毕业论文的主题。我将自己的论文命名为《投资公司的经济角色》。因此，我今天要介绍的企业家精神第一课是：#1，运气。

一个商业设计？

我不能说我的论文为日后的先锋做好了设计，但毫无疑问的是，我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当时所指出来的一些价值观在50年后被证明是我们之所以取得发展的核心所在。“共同基金最主要的功能就是对投资组合的管理。其他都是次要的……通过降低销售费用、管理费用可以最大化未来的行业收益。”最后，用一句华丽的修辞来说，基金使得“以最有效、诚实和经济的方式来运作”成为可能。是一知半解的理想主义？还是为一个25年后出现的公司所做的设计？将由你们来进行判定。不管当时我的脑子里面想的是什么，那篇论文都明确地提出了共同基金应该给予共同基金份额持有人公平待遇这一提议。

不论如何，我在火石图书馆小阅览室中用于研究和分析所花费的大量时间使我获得了1+的成绩，并成为优秀毕业生——一个令人开心并且出乎意料的普林斯顿学习生涯句点，而且它带来了一个很好的后续。半个世纪之后，萨缪尔森博士（当时已经是诺贝尔经济学奖获得者）为我的第一本书作序（另一个转折点，1999年，《财富》杂志将我引入金融领域的50年后，其将我评为20世纪最伟大的投资巨人之一）。企业家精神第二课：**#2，化灾难为胜利。**

当另一位伟大的普林斯顿人、惠灵顿基金的创始人，1920级的沃尔特·摩根读到我的论文时，命运再次对我微笑。用他的话说：“主要因为博格的论文，我们让他加入到我们的惠灵顿组织中来。”尽管我为是否进入那个“微小而又引起争议的”行业而苦恼过，但是我的论文研究说服了我，这个行业的前景是美好的。因此我决定与这位伟人一起，并且从未回过头，直到他于1998年100岁高龄时去世，他都是我的好朋友。他给了我一生的机会。企业家精神第三课：**#3，有一位好导师。**

进入商业中，然后出局

到1965年，摩根先生便明确以后我会是他的继任者。当时，公司落后于其他同行，摩根先生告诉我“用任何方法”以解决我们的问题。年轻而又有点任性的我（当时我只有36岁）将惠灵顿基金与一个由四位“神童”组成的有雄心大志的团体进行了合并，这四位“神童”在合并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前的6年里，有着非常好的投资业绩（这种相信过去的基金表现可以预测未来业绩的方式，与我现在所相信的完全相反。它就是一个很重大的教训）！我们五个人在刚开始几年做得很好，然后开始表现很差。20世纪60年代中期“沸腾年代”的投机热“沸腾完了”，就像最近发生的“新经济”泡沫一样，它破灭了，于是到来的便是1973～1974年50%的市场下跌。曾经快乐的一组合伙人开始争吵，并且在1974年，我从我认为的公司老板的位置上被免职了。企业家精神第四课：**#4，被解雇。**

但是如果没有1951年的那次雇佣，使我幸运地进入了这一行，抑或没有1974年的那次解雇，让我突然出局，就不会有今天的先锋了。离开了惠灵顿管理公司之后，我决定采取前所未有的行动。将我解雇的公司董事仅仅是惠灵顿基金董事会的一小部分，因此我提出一个新颖的提议：宣布将基金公司及与之相关联的10只基金（今天有100只）从他们的管理者那里独立出来，并且保留我作为它们基金的主席和CEO。

虽然不完全是，但某种程度上就像是1776年殖民地告诉国王乔治三世滚开一样。基金独立是我提议的核心部分：基金要由自己的领导层运作，代表自己份额持有人的利益并且不受基金外部经理控制的权利。说来也奇怪！经过持续几个月时间的连续争论之后，我们赢得了这场战斗。基金将在一个真正共同的基础上被管理，他们将由自己的全资子公司进行运营。企业家精神第五课：**#5，敢于大胆冒险！**

就在公司成立前几个星期，我们仍然没有为公司想好名字。当然，命运再次向我们微笑。在1974年夏末，一个古董画商带着一些拿破仑战争时期的版画来到我的办公室，版画描述的是惠灵顿公爵的军事战争，因为惠灵顿，摩根先生在46年前为他的共同基金命名为惠灵顿基金。当我买下它们时，古董画商拿出了同一时代英国海战的配套画，因为曾经被海洋及其永恒的神秘所吸引，我把这些画也买下了。画商很高兴，送给我一本关于这些画来源的书籍。正如25年前我在火石图书馆浏览《财富》杂志一样，我对书的内容进行了浏览。

像平时一样运气好，我恰好翻到了历史上著名的尼罗河口海战这一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

传奇，在这次战争中，纳尔逊将军击沉了法国舰队并且结束了拿破仑征服世界的梦想。其中包括纳尔逊在他的指挥舰中所做的成功调遣，“先锋舰，离开尼罗河口。”其与惠灵顿相结合，体现了令人自豪的海军传统，英国皇家海军舰艇先锋以及先锋这一名称中所包含的居领先优势的含义，令我无法拒绝。因此在1974年9月24日，差不多30年前，先锋集团诞生了。考虑以下的推理：没有普林斯顿，就没有当时的毕业论文；没有毕业论文，就没有摩根先生的青睐；没有摩根先生的青睐，就加入不了惠灵顿；没有惠灵顿，就没有那次合并；没有那次合并，就没有被解雇；没有被解雇，就没有先锋。没有普林斯顿这一家长，先锋这个孩子就不会诞生。企业家精神第六课：**#6，多次幸运胜过一次幸运。**

有限的授权

经过围绕先锋的成立所进行的激烈争辩之后，董事们决定允许先锋（在新的共同结构下由基金自身所拥有）拥有最有限的授权：我们唯一的任务就是负责基金的行政工作。在我们开始这段旅程的时候，我们28名成员仅仅负责基金的运营、法律和财务方面的工作。但是行政工作仅仅代表共同基金运营三角形的一边，而且可以说是相对最不重要的一边。

另外两条更重要的边（投资管理和份额分销）仍然保留在惠灵顿管理公司的对手那边。然而普通人也都能认识到，我们的命运是由我们所创建的基金类型、基金能否获得可观的投资收益以及基金份额如何（及如何有效地）销向市场来决定的。当我们不允许对这些活动进行管理时，我便知道前面的路会很艰辛。企业家精神第七课：**#7，绝不气馁！**

在几个月的时间内，先锋不能进行投资管理这一事实导致了在今天看来很明显的但在当时是前所未有的行动——得益于一个我已经考虑了几年但是未认真对待的想法。通过我在普林斯顿毕业论文中搜集到的证据，我写过，共同基金应该“无权要求比市场平均水平更好的收益”。这个想法是我后来简单地用指数基金来匹配市场这一兴趣的前身吗？老实说，我也不知道。但是我在1951年写下这些话时，那个时候很可能就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是播下种子的时候，并最终发芽为我于1975年对董事会所做的建议：先锋来组织和运营历史上第一只市场指数共同基金。

当董事会提醒我投资管理不属于先锋的授权时，我指出指数基金并未“被管理”，它仅仅是简单地持有标准普尔500指数中的500只股票而已。不管算不算狡猾，这个论点在那天勉强获胜。当我们在1975年年末筹备基金时，我们进入了基金三角形的第二条边——投资边。第一指数投资信托基金（现在的名称是先锋500指数基金）多年都被嘲笑为“博格的闹剧”，并且直到1984年，差不多过了10年，才有人模仿它的模式。多么美妙的想法！而且我们最初的指数基金现在是世界上最大的共同基金。企业家精神第八课：**#8，爱默生说得对，一招鲜，吃遍天。**

取消销售队伍

我们怎么才能取得三角形最后的第三边——份额分销呢？再一次，我们针对这一看上去无法克服的挑战设计出了一个创新的解决方案。我们抛弃了前半个世纪分销惠灵顿基金份额的经销商网络，就这样简单地取消了分销需求。我们将不依赖卖方来销售基金份额，而是依赖买方来购买份额。经过又一次与董事会争执之后，我们在1977年2月迈出了前所未有的一步，在一夜之间从行业传统的使用代理商—经销商进行“供给推动”的销售体系转变为零销售费用、零申购费“需求拉动”的营销体系。从我们雏形公司在有限授权下运作那天开始，仅仅经过18个月的时间，我们变成了今天这样成熟的共同基金。企业家精神第九课：**#9，永不放弃，永不，永不，永不，永不，永不。**

先锋核心概念的演变中实际上仅有一次深层次发展。在做出零申购费决定后的6个月内，我们创立了一系列的市政债券基金，它们的结构也是前所未有的。正如我相信很少的股票经理能看透股市一样，我也相信债券经理无法准确预测利率水平及其走势而看透债券市场。而我们的“管理”免税债券基金的同行却暗示他们能够做到——一个无法实现的承诺。因此为什么不独树一帜，成立一个并非单一的免税债券基金，而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是一个三层结构的债券基金呢？该基金提供一个长期组合、一个短期组合和一个（你所猜到的）中期组合。事实上，很难想到一个更平凡简单的主意了。但是之前还从没有人做过，它几乎是一夜之间改变了投资者对于债券基金投资的想法，整个行业也很快接受了这一概念。

战略追随结构

前面我所归纳的变化可能看起来比较令人费解甚至不可思议，因此现在让我们考虑一下在设计先锋结构及决定先锋战略时我们所做的事情。我们创造了一个独特的共同结构，在这个结构下成本可以被降到最低，我们也设计了一个战略，这个战略强调对于共同基金来讲，我们的成本与投资者收益相关性很明显，事实上几乎是因果关系。战略追随结构。投资的一个伟大理念，而且很大程度上未被认识到的就是：成本很重要。

为什么成本很重要？考虑把股票市场类比为一个赌场，在赌场里面，投资者与赌客相互之间交换股票，所有的投资者作为一个群体必然共同分享股市的收益，不多也不少。但是仅仅是在赌场管理人掠去管理费之前。这时一个必然的零和博弈，在一个投资者希望能去掉成本之前战胜市场的徒劳探求在去掉成本之后就成为负和博弈。战胜市场这个时候也成为一个输者的游戏。市场总收益减去中介成本等于投资者净收益——很明显，是一个高度复杂的数学公式！企业家精神第十课：**#10，成为数学天才。（玩笑而已！）**

因为共同基金游戏需要承担沉重的成本并且需要很多赌场管理人员，每个管理人员都挥舞着一个很大的钱耙，输者当然会输得很多。购买大多数基金时支付的申购费用、基金管理费用和运营成本，包括你看到的昂贵的广告所要支付的营销成本，在基金经理一次次买卖投资组合中的股票时支付给股票经纪人及做市商的交易成本，因基金经理不断而且很多情况下是不必要的交易而导致份额持有人所支付的过多赋税成本，所有都加在一起，每年这些成本大概占基金资产的3.5%～4%，年复一年地复合起来，导致在过去的十年中所支付给应税共同基金投资者的收益仅

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

仅是市场收益的一半（我很高兴大家仍然坐着！）在过去的15年中仅仅是市场收益的1/3多点儿。普通的基金投资者贡献了100%的资本并且承担了100%的风险，却仅仅获得了市场税后收益的33%。是的，成本很重要。企业家精神第十一课：**#11，绝不要小看显而易见事物的力量。**

考虑到市场这种基本的数学计算，建立一个低成本结构和以指数为导向、结构性投资组合战略的远见不仅是明显的，而且是令人吃惊的明显。对于行业内其他公司来说，它不可能是件神秘的事。我们的所有竞争对手都有相同的机会像先锋一样建立这种结构，但是，就像谋杀案中的主要疑犯一样，仅仅有行动的动机，于是因为我们的共同结构，指责之手直指先锋。我们希望通过低成本来最大化基金份额持有人的收益；我们的竞争对手，希望最大化他们管理公司股东的收益，寻求交易所能承受的最高收益。企业家精神第十二课：**#12，如果你的竞争对手不愿意并且不能在成本上竞争，竞争会容易很多。**

来自强者的反对

尽管我们希望通过长期和艰难的努力去为先锋打下坚实的基础，但是我们的企业仍然根基不牢。因为我们的运营仅仅是建立在证券委员会的临时规程基础之上，该规程允许我们在自己独特的共同基金结构基础之上进行运营。在今天看来可能会令人吃惊，1980年，在给予我们临时允许三年之后，证券委员会改变了规定，把我们留在了一片我从未想过的真空地带中。但因为我知道我们做的事情对于我们的份额持有人是正确的，所以我们进行了有力的上诉。最终，1981年，在经历了连续4年的努力之后，证券委员会改变了态度，用下面强有力的言辞批准了我们的计划：

先锋的计划通过确保基金董事……能更好地评价提供给基金的服务质量而实际上促进了《1940年投资公司法案》目标的实现。该计划鼓励对份额持有人更好的信息公开……通过规模经济节约了成本……明确地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

加强了基金的独立性……做到了基金在分销方面的零冲突……并且创立了一个健康、切实可行的基金组合，在该基金组合中，每一只基金都能更好的成功。

证券委员会的认可，简直就是站在我们这边的一个商业广告，使得我们的努力是值得的。最终，我们有了坚实的基础，在适当的位置上得到，稳固。企业家精神第十三课：**#13，有些时候，“我来自政府部门，而且是来帮你的”。**

资产每三年翻一番

当我们的机构悬挂在达摩克利斯之剑上的那些年确实是个挑战。但是当证券委员会最终在1981年给予我们通行证的时候，股市在此之前已经开始恢复，我们的资产也已经翻番，从14亿美元增加到30亿美元。到1983年，再次翻番到60亿美元；到1985年，翻番至120亿美元，到1986年，翻番到240亿美元，到1990年，再次翻番到480亿美元。在1993年，资产再次翻番到接近1 000亿美元，然后接着在1996年翻番到2 000亿美元，在1998年，再次翻番到4 000亿美元。没有人认为这种记录会仍然继续。它没有继续。但是，即使股票市场在2000～2002年泡沫破灭后很艰难，我们管理的资产现在共计也已达到7 200亿美元。

我们简单的指数基金组合、结构化债券基金以及货币市场基金（它们中的每一个都提供了低成本和高收益之间近乎因果的关系）一起组成了强有力的引擎，推动着这种神奇的增长。这些基金的资产现在共计是5 200亿美元，整整占了我们资产基础的75%。此外，我们将他们所依赖的原则（强调最低的运营成本、最少的投资组合换手率、零销售费用、多元化、投资质量组合以及明确的目标和战略）也用到了几乎我们其他所有资产，主要是积极管理的股票基金。我们服务于市场上那些聪明的长期投资者，不管是个人还是机构，这种服务又与我们的战略相互强化。企业家精神第十四课：**#14，一个内部一致的战略是商业成功的关键之一。**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现在，我承认从一个既存公司的框架中创造出一个新公司可能并不能算是企业家精神。但是，我希望你们会把今天我谈到的首创精神看做企业家精神：①在共同基金行业创造了一种新的治理形式，一种共同的结构，在这种结构下，基金投资者的利益优先于基金经理及分销商的利益；②成立了世界上第一只指数基金，提供股票市场收益的一种消极投资组合，也是很长时间内投资经理难以战胜的挑战；③为债券基金管理提供了一种新的范式；④放弃了一个被检验过的分销体系，支持另一种新的未经试验过的体系；⑤面对分裂的董事会成员以及来自联邦监管机构最初的反对时，我们努力使自己将所有的事情都做好。企业家精神第十五课：**#15，另辟蹊径，一切都能改变。**

成功的果实……或者是成功本身？

让我以对企业家的经典定义（管理一个企业的人）的思考以及提出“为什么一个人要去管理一个企业”来结尾。在经济学家约瑟夫·熊彼特的《经济发展论》一书中，他反驳了物质和金钱收获是企业家最主要动机，并推断出下面的动机更加强有力：

- ▲ “创造和做好一些事情或者仅仅是发挥自己的聪明才智和能力的乐趣”。
- ▲ “获胜的意志：一种拼搏的冲动……为了获胜本身而非为了胜利的果实”。

当熊彼特发现企业家精神是人类经济发展过程中的重要推动力时，他把企业精神归因为上述动机的组合。请注意，他降低了成功的果实作为主要动机的重要性。他告诉我们，企业家精神实际上与成功本身、成就感、创造、享受、精力及愿意为自己想法而战的意愿有关。的确就是这样。

比熊彼特早很多，被描述为“美国第一位企业家”的人也忽略了个人收获。像其他企业家一样，本杰明·富兰克林也是一位发明家，发明

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了避雷针和富兰克林取暖炉等装置。他没有尝试为了自己的利益而为避雷针申请专利，并且拒绝了联邦关于对富兰克林式取暖炉申请专利的提议，由他发明的“宾夕法尼亚火炉”提高了家庭取暖的效率，为公众带来了很大程度的利益。富兰克林相信，“知识并不是它的发现者的个人财富，而是所有人的共同财产，当我们享受因为其他人的发明而带来的极大好处时，我们也应该为自己有靠我们的发明而服务社会的机会而开心，而且我们应该无偿和慷慨地去这样做”。

我们也不应该忽视企业家精神的另一面。尽管想法到处都是，即使是最好的想法也需要实施才能使它们得以实现。因此让我们足够谦逊以压制住我们企业家的自负，我们需要认识到关心和帮助那些与我们一起将我们的主意转变为现实的人们是获得成功的关键前提。海伦 · 凯勒曾美好地说明过：“我渴望完成一个高尚、伟大的任务，但是我的首要任务是完成一些谦逊的任务，就像它们也高尚和伟大一样。这个世界不仅仅是由英雄的强大推动而前进的，同样也靠每一个诚实工人的微小推动的合力。”企业家精神第十六课：**#16（引用约翰 · 多恩的诗句）：“没有谁是一座孤岛，能在大海里独踞。”**

冒险一试并获利

这次会议的主题是“企业家精神的基础单元——从冒险一试到获利”，我也尽力提供给了你们第十七课（还差一课），我希望它们能作为基础单元成为你们企业家精神的参考框架。我努力尊重了副标题的前半部分，并且描述了不只一次冒险，而是很多次冒险，这些冒险发生在我漫长的职业生涯中，从最初的失败（令我失去工作的早期合并），然后是我认为的通往成功的途径——共同结构、指数基金、三层结构债券基金，以及在新的营销体系上的冒险。

遗憾的是，副标题的后半部分——“获利”，我却没有什么好讲的。作为先锋成立的基石，共同结构这一概念不需要令其创建者或者其他任何人获利。为了获利与我们存在的核心不符——我们共同基金的份额持

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有人是我们公司的真正所有者，他们每年成本的节省，预估在每年60亿美元左右，实际上是给他们基金投资的额外股利。

但是我从未懊悔，因为四个主要原因：①我获得了优厚的工资以及绩效激励；②我更倾向于储蓄金钱而不是花掉；③我定期定额投资（有一部分在我们的递延税款储蓄计划）有53年之久，而且效果很好；④我明智地追随了自己谨慎的投资建议：在青年和中年时，购买更多的股票，在年老的时候购买更多的债券，几乎都包含在我们以指数或者类似指数为策略的低成本先锋基金中，效果也很好。

比皮夹子（更多的事物，更多的物质财富，更多没用的浪费）更重要的是从努力为他人而非自己服务所带来的灵魂和精神方面的报酬。不管我的企业家精神达到了什么成就，我相信其帮助了那些真正的、实在的人，他们投资先锋以避免通往投资道路上的那些很多并且很深的坑洼之处，以从金融市场提供给我们的报酬中获得属于他们的公平份额，从而比他们的邻居享受一个更舒适的退休生活，就像萨缪尔森博士在我第一本著作中写的前言一样。我很陶醉这种结果，因此我以企业家精神第十七课来结束演讲，企业家精神第十七课：**#17：我们最大的奖赏来自于当我们能够促进经济发展并且帮助建造一个更好的世界。**

以上就是我的故事。有时候我会想，57年前普林斯顿大学如果没有为我打开它的天堂之门并且接受我，我的人生会是什么样子。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

DON'T COUNT ON IT

第9章

“先锋：英雄传奇”[㊀]

达到艾略特·麦古肯博士曾经对我的职业生涯所做的评价那样的高度几乎不可能。他将我于2005年出版的《为资本主义灵魂而战》一书与《奥德赛》列在一张阅读清单中（更不用说是在同一个星球上），这使得我在面对那些熟知这一背景的人时倍感压力。就在两周前，《纽约时报》周日版的艺术与休闲版面中的一篇文章为我今天的讲座提供了一个主题。[㊁]

那篇文章是关于很多美国年轻人所熟悉的一个人——布拉德·麦奎德，游戏“无尽的任务”的创造者，“无尽的任务”是一款虚拟世界里的3D幻想游戏，拥有50万个玩家，每名玩家每月要为该游戏的权限支付15美元。（虽然没有像拥有500万个玩家的“魔兽世界”流行，但是仍然凭其自身条件获得了令人吃惊的结果。）很可惜，作为我这一代人的典型代表，我不是该游戏的玩家。但是我一直试图理解吸引当今年轻人的事物并且努力去理解新的虚拟世界，即使很可能不会取得成果，我把

㊀ 基于艾略特·麦古肯博士课前的一次演讲，《艺术的企业家精神和技术101》，佩珀代因大学，加利福尼亚，2007年2月27日。

㊁ Seth Schiesel,“Game On:Hero Returns to Slay His Dragons,” *New York Times*, February 11,2007.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《纽约时报》的那篇文章从头到尾读了一遍。它是关于麦奎德的新虚拟游戏的，“先锋：英雄传奇”。

当然，该游戏与“我的”先锋公司，于1974年12月24日由我创造的投资公司没有任何关系。除了我们现在12 000名队员中存在众多英雄（他们一直以来的忠诚奉献使他们得到非常多的赞扬）之外，我们公司的发展历程并不是一部“英雄传奇”。这个观点并非我的新观点。实际上，这些年来，我在对我们队员所做的定期演讲中，经常表达这一观点。举例来说，以下内容是我在1994年所说的：

> 现在是庆祝通过你们中每一位的努力而使先锋发展为它所能成为的最好企业的时刻……正是我们，通过发挥我们共同的激情、精力和专业技能，赋予了先锋人格魅力，而这正是我们最大的资产和最大的赐福。

他们当中有很多与我一起工作了数十年的英雄，包括我忠诚的助理、我们的高级职员、经理以及资深成员——他们是我留给先锋的宝贵财富。这些核心骨干领袖使我及我们的队员发挥最大的潜力。作为英雄，我们的队员致力于“以最有效、诚实和经济的方式”（从1951年我开始使用的短语）去服务我们2 000万现有的“真正的、实在的人，他们每个人都有自己的希望、担心以及财务目标”（另一个我多次使用过的短语），他们委托先锋来管理他们的投资资产。

毫无疑问，“英雄”同样描述那些在先锋成立早期就登上了先锋这艘好船的大量投资者。在没有见到一个真人或者查到我们的信用评级下，他们便将支票寄到了“瓦利福奇，PA，19482，”刚开始的时候金额很小，然后是数百万美元，再然后就是数十亿美元。我相信这些先锋早期的信徒们也是英雄，他们给予我们他们的信任。作为回报，他们从我们的金融市场得到了应有的颇丰收益。我坚信他们会同意，我们值得他们对我们的愿景及价值观的信任。

不用我来告诉你，《奥德赛》是一个关于英雄旅程的故事，一个通过克服生命必须面对的挫折而不断地使人格得到塑造的故事，以及颂扬

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（引用麦古肯博士的话来说）典型的美国精神——赋予我们权力，要求我们承担责任并对自己的生命负责。尽管是一部不同的传奇，先锋的经历与荷马所著永恒的经典著作仍是有一定相似点的。因此，在很多层面，"先锋：英雄传奇"将我的经历与当今社会对企业家精神和技术的研究联系在一起。

一些声明

首先声明，我并未声称自己是英雄。我也没有声称自己具有任何特定的领导特质。在我的记忆中，我尽了自己最大的努力去对人生道路上所接触到的每一件事情承担责任，并且使每件事情在最后都比我刚接触的时候更好。当然，我认为我也具备一些被认为是领导人所具备的特质———个理想的愿景，自信（并且至少有一些自我意识），高于平均水平的见解（多亏受过良好的教育），对当时的传统智慧的深刻怀疑，为大多数人利益而奋斗的意志，为全社会利益而努力，尤其为我们国土上的投资者利益而努力的决心。

同时，我也否认自己具备作为一名经理人或者商人的优秀能力。（尽管我确实具备我认为是一名成功经理人所具备的最重要的特质：我一直信任那些与我一起工作的人并且尽最大的努力去对他们的信任表示尊重。）事实上，在今天的商业社会中，相比我所推崇的行为，我发现了更多我所不推崇的行为。与我超过55年的职业生涯一样长，我很喜欢积极参加非营利组织（最明显的就是，我多年都是布莱尔学院和国家宪法中心管理委员会的主席）。实际上，我总是希望这些公益组织的价值观能够更多地反映在我们商业领袖的价值观之中。我曾陶醉于努力建造一个更好的世界，仅仅是因为这看上去是件正确的事情。

最后，尽管先锋是一个企业家精神的故事，我仍不确定自己是否具备作为一名企业家的资历。实际上，先锋的创立基于一家既存公司建立的新的企业组织结构，该结构并非为给其创建者及员工提供股权参与或者创业回报。相反，整个理念都是把服务于我们投资者的利益，而非管

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理层的利益，作为公司的最高价值观，并且以我们特有的方式将公司以一个不以盈利为目的的公司来运作。

理想主义和企业家精神

尽管我否认自己具备作为一名英雄、领袖、公司经理或者即使是企业家的资历，但我可以毫不谦虚地声明自己具备一名理想主义者的资格。进一步而言，我是一名陶醉于启蒙时代的理想主义者，高度推崇18世纪的伟大思想家、行动家、冒险家以及那些创造出当今世界的人（尤其是我们的建国之父）的才华和人格。我承认自己对十年前出版的我的传记中一章的题目非常自豪：18世纪的人。[⊖]

一年前，在为庆祝本杰明·富兰克林300周年诞辰所作的关于企业家精神的一个演讲上，我用一段精彩的引用来反思与18世纪的关系："很快我们会知道18世纪所不知道、所没做过的每件事情，并且这些事情很难与我们生活在一起。"这些话是已故的尼尔·波茨曼（一名多产的作家、社会评论家和纽约大学教授）的书籍《建造通向18世纪的桥梁》中的开头格言。波兹曼的书显示了他对作为理性时代特征的旧式自由人道主义观念的充满激情的辩护。他的目标是重建思想与机器之间的平衡。

但是，这种平衡却走向了另一个方向。在当今的信息技术时代，数字和科学技术看上去似乎位于我们价值观中最主要的位置。打个比方来说，人们认为不能被定量计算的就是没有价值的。无疑，这种变化已经清楚地反映在我们的资本主义从以信任和被信任之类价值观为核心的体系转变为一个严重依赖数字的体系。我们盲目地认为财务事项都是理性的，仅仅因为有确定的数字，而不管这些数字的来源。

虽然，波兹曼做出大胆断言：事实并不会受到潮流和时间流逝的影响，但我却没有这么确定。事实上，我认为我们已经远离了事实（不管每个人怎么去定义它），而到了"以为事实"（在此向史蒂芬·科尔伯特

⊖ 罗伯特·史雷斯，《约翰·博格与先驱》（纽约：麦格劳－希尔，1996）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致敬），我们对观点和数据的展示不过是为了自我利益而希望自己相信，也为了说服别人去相信。我们通过控制我们的数字来控制我们的事实。“可量化，才可管理”这一咨询公司的陈词滥调给我们带来更多的是损害而非价值。

随着21世纪的开始，我们的价值观也有所改变，很难抵制与新社会的一致性，而在新的社会里，所有的东西看上去都是可以量化的。就连先锋也都成为21世纪公司的一种原型：虚拟的组织结构，巨大的规模，对流程、实时沟通及电脑技术的严重依赖，并且很大程度上靠现代管理中的定量标准来进行管理。但是，至少在我的理想主义眼中——在我们的核心之处，我们仍然是典型的18世纪公司，依靠我们早期的企业家精神，简单的投资战略，依靠像服务他人优先于服务自己的这种永恒真理，尽最大的努力去高举伦理原则和道德价值观最终一定是任何有价值企业的基础这一信念，而不断地获得成长。

美国第一位企业家

在今天这个资本主义年代，“企业家”这个词语通常与那些因获得个人财富的渴望甚至是贪婪驱动而创立新企业的人联系在一起。但是企业家精神最好之处在于其承担着比金钱更为重要的事物。请留意伟大的约瑟夫·熊彼特的话，他是认识到企业家精神是驱动经济发展的重要力量的第一位经济学家。在他于接近一个世纪前所著的《经济学原理》一书中，没有把物质和金钱收获作为企业家的最主要动机，而是找到了以下更加有力的动机：①“创造和做好一些事情或者仅仅是发挥自己的聪明才智和能力的乐趣”；②“获胜的意志：一种拼搏的冲动……为了获胜本身而非为了胜利的果实”。

这也是18世纪美国的特点，至少对于本杰明·富兰克林来说是这样的。对可以说是“美国第一位企业家”的富兰克林来说，金钱的获得只是实现目的的方式而非目的本身。所创造的企业是为了公共福利而设计的，而非为了个人利益。富兰克林建立了一个共同火灾保险公司、一家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书馆、一个学院、一家医院和一个学术协会，所有的这些都是为了他的社区。他的发明也追随了相同的理念。他没有为了他自己的利益而为避雷针申请专利，并且拒绝了联邦关于对富兰克林取暖炉申请专利的提议。由他于1744年发明的“宾夕法尼亚火炉”彻底改革了家庭取暖的效率，为公众带来了很大程度的利益。本杰明·富兰克林相信“知识并不是发明家的个人财富，而是大家所拥有的共同财产”。他写道：“既然我们从其他人的发明中受益，我们也应该为有机会通过我们自己的发明为其他人服务而感到开心，并且我们应该免费和慷慨地去这样做。”

富兰克林的观念（应当服务社会公众利益及创造和创新应该是为了提高生活质量而非个人利益）在今天这个财富所驱动，通常是贪婪的企业家精神版本中过于少见。但是，不管多么少见，仍然存在一些事例。事实证明，先锋的创立（就像富兰克林的费城贡献，创造了该保险公司客户及公司管理者之间利益的共同性），反映了与富兰克林所高举的企业家精神及创新相同的价值观。

先锋奥德赛

在一定程度上，先锋奥德赛就是我的故事，或者至少可以说以我的故事开始。现在，让我告诉你们这个故事。我这样做的话，你们会发现先锋奥德赛并没有涉及英雄主义，也没有用大型计算机来进行设计，我们战略的执行也不需要过多的商业技巧。今天在座的各位，如果有我当时所拥有的机会和决心的话，在任何呼唤你们去做的事情上也都能做的一样。对我们而言，简单而非复杂是我们的基调；严格、简单的算数原则战胜了对统计数据的需要；信念而非确切的证据起到支配作用。我们的想法是份额持有人（而非管理者）应该是我们最关心的（有人这样说我，不是很友好地说，我所具备的全部就是“发现显而易见事物的超能力”）。

整个故事以我漫长人生中所遇到的几乎数不清的突破中的第一个突破开始。其发生在布莱尔学院，多亏一份丰厚的奖学金和一份费力

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的工作（先是作为一名服务生，然后是服务生领班），我在那里接受了一段良好的大学预备教育。这种宝贵的优势接着为我带来了另一个突破。在另一份全额奖学金和餐馆服务员工作（我在这方面一定做得很好）的帮助下，我于1947年夏末进入普林斯顿大学（那时候进入的话要更简单些）。

尽管我在布莱尔学院的成绩很好，但我发现我早期在普林斯顿大学学习很困难。最糟糕的时刻来自于1948年秋天，当时我在努力应付刚入门的经济学领域的课程。这对于我的专业领域学习来说不是一个好的入门，并且取得的很差的成绩几乎让我失去了奖学金，既而是我在普林斯顿的学习生涯，因为我没有任何外部的经济支持。但是我尽最大的努力奋力前进，成绩也不断地提高。最终度过这次危机。

我的成绩一直不够优秀，但是一年后，命运再次向我微笑。我决定自己的毕业论文写一个先前理论从未涉及过的主题，因此，亚当·斯密、卡尔·马克思、约翰·梅纳德·凯恩斯很难出现在我的名单里。但是我应该选择什么主题呢？我一生中所碰到的很多好运气之一就奇妙地出现了，1949年12月我在当时崭新的火石图书馆阅览室阅读《财富》杂志时，我停在了第116页，读了一篇关于我连想都不敢想的商业的文章。当看到《波士顿的巨大财富》将共同基金描述为“微小但是引起争议”时，这位无经验、缺乏安全感但是有决心的年轻人决定将共同基金作为他毕业论文的主题。我将自己的论文命名为《投资公司的经济角色》。

一个商业设计?

毫无疑问，我在论文中所指出来的一些价值观在几十年后被证明是我们公司获得显著增长的核心所在。“共同基金最主要的功能就是对投资组合的管理。其他都是次要的……通过降低销售费用、管理费用可以获得最大的未来的行业收益。”最后，用一句华丽的修辞来说，基金使得“以最有效、诚实和经济的方式来运作成为可能”（一句你在我之前的谈论中听过的话）。是一知半解的理想主义？还是为一个25年后出现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的公司所做的设计？将由你们来进行判定。不管当时我的脑子里面想的是什么，那篇论文都明确地提出了共同基金应该给予共同基金份额持有人公平待遇这一提议。

我全身心地投入论文写作中，并且疯狂地热爱着我的主题。我确信，昔日“微笑的”20亿美元的行业会变得巨大……并且仍然会是“引起争议的”。我在两个方面都正确！现在共同基金是一个10万亿美元的巨无霸行业，国家最大的金融分支。另外，我在火石图书馆小阅览室中用于研究和分析所花费的大量时间使我获得了1+的成绩，成为了优秀毕业生——一个令人开心并且出乎意料的普林斯顿学习生涯句点，“绝佳的反转！”

当另一位伟大的普林斯顿人、惠灵顿基金的创始人，1920级的沃尔特·摩根读到我的论文时，命运再次对我微笑。用他的话说：“主要因为他的论文，我们让博格先生加入到我们的惠灵顿组织中来。”再次幸运！尽管我为是否进入这一行业而苦恼过，但是我的论文说服了我，这个行业的前景是美好的。因此我决定与这位伟大的人一起，并且从未回过头。他给了我一生的机会。

到1965年，摩根先生便明确以后我会是他的继任者。当时，公司落后于其他同行，摩根先生告诉我“用任何方法”以解决我们的问题。年轻、任性并且自信掩盖了我在智慧和精力方面的欠缺（当时我只有35岁），我将惠灵顿基金与一个由四位“神童”组成的有雄心大志的团体进行了合并，这四位“神童”在合并前的6年里，有着非常好的投资业绩。（这种相信过去的基金表现可以预测未来业绩的方式，与我现在所相信的完全相反。它是一个很重大但是成本很高的教训！）

我们五个人在刚开始几年做得很好，然后就开始表现很差。20世纪60年代中期“沸腾年代”的投机热“沸腾完了”，就像20世纪90年代末发生的“新经济”泡沫一样，它破灭了，于是到来的便是1973～1974年50%的市场下降。曾经快乐的一组合伙人开始了争吵，并且在1974年，我从曾经我认为是公司老板的位置上被免职了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

名称包含什么含义

但是，需求是发明之母，我决定采取前所未有的行动。将我解雇的管理公司的公司董事仅仅是惠灵顿基金董事会的一小部分，因此我带着一个新颖的提议来到董事会：宣布将基金及公司与之相关联的10只基金（今天超过100只）从它们的管理者那里独立出来，并且保留我作为它们的主席和CEO。经过持续几个月时间的连续争论之后，我们赢得了这场战斗。基金将在一个真正共同的基础之上被运营，成本建立在其自己全资子公司的运营成本之上。

就在公司成立前几个星期，我们仍然没有为公司想好名字。当然，命运再次向我们微笑。在为获得基金董事会同意的激战过程中，很偶然地，我看到一本描述历史上著名的尼罗河口海战的书，在这次战争中，纳尔逊将军击沉了法国舰队并且结束了拿破仑征服世界的梦想。在他的旗舰——英国皇家海军舰艇先锋号中，纳尔逊进行了成功的调遣。他的言语、令人自豪的海军传统、那次伟大的胜利，再结合先锋这个名字所包含的重要含义使我无法抗拒。因此在1974年9月24日，先锋集团诞生了。讽刺的是，如果没有1951年的那次雇佣，使我幸运地进入了这一行，或者没有1974年的那次解雇，让我突然出局，就不会有今天的先锋了。我喜欢说，我离开了惠灵顿的同时也开始了在先锋的新工作：“被辞退但是却很有激情。”

时间不允许我去详细描述意外开始之后的先锋奥德赛。虽然其与荷马的《奥德赛》之间的相似之处不是很精确，但还是存在的。我们也在食忘忧果的人的身上浪费了自己的时间；我们也受到过我们自己狡猾赛壬的诱惑；我们也在斯库拉及卡律布迪斯之间艰难地航行过；我们被不止一个单眼巨人厚颜无耻地蔑视过；我们也被我们自己的波塞冬愤怒地威胁过；我们也曾经因为迷人的卡里布索而出神。但是，我们在到目前为止32年的航程中生存了下来，到达目的地，并且在这个简短的反思时刻感到自豪和成功。当然，我们知道人生是一段旅程，而非终点，我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的前方将有新的奥德赛。

当然，你可能会猜想，对我来说很难相信一段新的旅程能有如同先锋这样的兴奋和挑战。毕竟，放置一个新的名称到地图上，创造一种独特的新结构以及建立一套新的道德价值观不会有规律地再次发生。不管算不算真正的企业家精神，①我们在共同基金行业创造了一种新的治理形式，一种共同的结构，在这种结构下，基金投资者的利益优先于基金经理及分销商的利益；②我们成立了世界上第一只指数基金，提供股票市场收益的一种消极投资组合，也是很长时间内投资经理难以战胜的挑战；③我们为债券基金管理发展出了一种新的范式，使用由短期、长期和中期投资组合所组成的创新型三层结构，该结构很快便成为了行业的标准；④我们在一夜之间放弃了行业传统所检验过的使用代理商—经销商，以佣金为导向“供给推动”的分销体系，为自我激励的投资者提供了一种未曾尝试过的零销售费用，“需求拉动”的体系。

这些今天我们看来是理所当然的变化没有一个来得很容易。为了实现这些，需要不顾一切的态度、对风险的漠视、深深的确信（在没有确凿证据的情况下，它们会成功），以及去做好这些所需要的十足的努力。另外，它们在那个时候是“引起争议的”。尽管我们认为是出于高尚的目的，我们依然在最初受到了行业监管机构的反对。证券交易委员会拒绝了我们的创新结构，并且在我们的起诉过程中拖延了四年时间。当其最终给予我们一致通过的批准时，还赠予一个很好的奖励和有所反差的致意：“先锋实际上促进了《1940年投资公司法案》目标的实现，并且推出一个健康、可行的组合，在这个组合中每一只基金都能更好地成功。”

我们确实成功了。在1981年证券交易委员会最终给我们放行时，也是我们开始的七年之后，股市已经开始恢复，我们的资产从14亿美元翻番到30亿美元。资产差不多每三年便会再次翻番。1983年达到60亿美元；1985年达到120亿美元；1986年达到240亿美元；1989年达到500亿美元；1992年达到1 000亿美元；1995年达到2 000亿美元；并且在1998年再次达到4 000亿美元。确实是卓越的！再次翻番时用了更长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的时间——七年，我们在2005年超过8 000亿美元。今天我们监管着1.1万亿美元他人的财富。

我们简单的指数基金组合，结构化的债务基金以及货币市场基金——它们中的每一个都提供了低成本和高收益之间近乎因果的关系——一起组成强有力的引擎，推动这种神奇的增长。这些基金的资产现在共计是8 000亿美元，超过了我们资产基础的3/4。此外，我们将它们所依赖的原则（强调最低的运营成本、最少的投资组合换手率、零销售费用、多元化、投资质量组合以及明确的目标和战略），也用到了几乎我们其他所有资产方面，主要是积极管理的股票基金。

最重要的，对于市场上那些聪明的长期投资者（不管是个人还是机构）而言，我们的战略对我们服务的对象来说非常有效。我们基金所获得的收益总是排在行业最顶部，最新的由全球投资者做出的排名中我们排名第一。可以这样说，我认为，先锋对我们的基金投资者而言代表着艺术上的成功，对我们的公司而言代表着商业上的成功。因此我们的奥德赛不仅漫长和艰巨，而且也是令人开心和值得的。

自由化教育，道德教育

当我思考那些使我拥有今天成就的好运气时，我会把最高的功劳归于强烈的家庭价值观和对上帝的信仰，在布莱尔学院所做的良好准备以及在普林斯顿大学所接受的自由化教育带给我的强大巩固作用以及新的觉醒。几年前，前普林斯顿主席哈罗德·夏皮罗明确了自由化教育的两个目标：

> 一个是达到教育目标的重要性，更好地理解我们的文化遗产以及我们自身，熟悉数学和科学的根基，以及澄清我们所说的美德。
>
> 另一个就是塑造特定类型公民的重要性，（那些参与的人）探索真相和新见解……将个人从先前的想法中解放出来，对于替代性想法的追求，对于完整性和理性力量的发展……以及为选择独立和负责任的人生

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

做好准备。[⊖]

夏皮罗主席也表明，“大学的责任是用道德教育为学生提供自由化教育，以帮助他们完善价值观，从而充实他们作为个体以及社会成员的生活”。我在普林斯顿的四年期间尽可能学习这些价值观，并且在我以后的岁月中将其付诸行动。

当我在事后通过带有美好色彩的眼光进行回顾时，我只能说，在普林斯顿所接受的自由化以及道德教育可能燃起了一个很深且未想象到的火花，这个火花燃起之后就开始影响我的生命以及我在共同基金领域的职业生涯。在实践和经历的培育下，这个火花爆发成火焰，渗入到我对共同基金特质的思考中。该火焰将在某一天传播到整个行业并变成烈火，很难被熄灭。

我祈祷我的使命（改革运动，如果这对我的职业生涯来说不算是一个过于崇高的描述的话）将有助于一个行业重新思考其价值，并且相应地为不断增加的数以百万计的美国投资者提供更好的服务。这些美国商业的所有者为我们资本形成体系的最高价值做出了贡献，即使他们只是在努力为自身的未来财务安全负责任，为他们提供服务也是一件极好的值得一生去做的工作。我获得了无限的祝福。

回到原处

一个奇妙的讽刺是，激发我毕业论文灵感的那期1949年发行的《财富》杂志还包括一篇名为《美国商业道德史》的专题文章。遗憾的是，我不记得当时有读过这篇文章，当我在几年前读到这篇文章时，已是杂志发行的半个世纪后。当我反思先锋的谨慎投资以及个人服务两个指导原则时，这两个原则看上去均与那篇古老的《财富》杂志中的文章所描述的商业的道德责任形式相关。那篇文章在开始便指出利润动机不大可

⊖ Harold Shapiro,"Liberal Education,Moral Education," *Princeton Alumni Weekly*, January 27,1999.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能是美国商人劳动的唯一动机。其他的动机还包括“对权力或者声望的喜爱、利他主义、好斗、爱国主义，通过一种产品或者一个组织而留名”。是的，包括上面的全部。

我直率地承认以上所有的动机（人生太短，不必做一个伪君子），同时我也同意《财富》杂志就美国社会的传统倾向的合适性而提问：“社会权力（商人）所挥舞的道德凭据是什么？”该文章引用了作为公益会教徒的新泽西商人约翰·乌门的话，约翰·乌门于1770年写道：“建议人们这样做是正确的，因为其非常有用而且成本很低。”接着该文章引用了本杰明·富兰克林最喜欢说的话（“勤勉和节俭”）是“创造财富和接受美德（最好）的方式。”追溯到1844年，该文章引用了威廉·帕森斯的话，“正直的商人”是愿意承担一定的风险，但是不愿意拿别人委托给自己的财产进行冒险，谨慎使自己不沉溺于奢侈，方式简单而且习惯朴素的人，不仅仅是个商人，更是一个不断完善自己的思想，培养自己的爱心，塑造自己人格的人。

这些于160年前便被表达出来的动机，不仅仅是鼓舞人心的，而且看上去就是在针对我。就思想来说，我每天都在努力（我真的是这样！）完善我自己的思想，不断地阅读、反思，甚至是挑战自己深层的信念。就爱心来说，没有人能比我更着迷寻找培养爱心的机会。毕竟，就在六天前，我庆祝了自己于1996年接受的非常成功的心脏移植手术这一神奇的11周年恩典。就人格来说，不管我达到了什么样的道德标准，我都努力把我自己的灵魂和精神赋予到多年前我创立的那家小公司的品格中。从一个比人的一生更大的范围来说，这些思想、爱心以及人格的标准（依旧，理想主义的）与我们寻求怎样管理托付给先锋保管的巨额资产，以及我是怎样祈祷我的公司会永远看待自己，将商业企业的信念和努力投入到为他人服务中所共鸣。

“为资本主义灵魂而战”

可能很明显，这些价值观最终鼓舞我把自己的视野扩展到包含我整

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个职业生涯的共同基金行业的狭窄范围之外。结果便是：《为资本主义灵魂而战》，于2005年下半年由耶鲁大学出版社发行出版。本质上，这场战争是我为今天的美国资本主义形态以及社会形态所做的呐喊。《为资本主义灵魂而战》是一本理想主义的书籍！仅仅考虑"战争"这个词，它是我给我的12个孙子以及他们年代的另外5名年轻公民所做的献词。他们中的6位现在在读大学，和你们是一个年代的人，因此我想说：

我这一代人留给美国很多需要完善的地方，你们拥有机会去用一生的时间修整那些被破坏的地方。高举你们的理想主义以及价值观。永远记住，即使只是一个人也能有所改变。尽你们的力量去"让世界焕然一新"。

只需简单地将页面翻转过来，你就会看到五个碑文（数一下，总共是五个！），第一个来自于圣保罗："如果号角之声不确定，谁敢冲锋陷阵？"于是致谢部分，我在第一段就直接进入重点："资本主义走向了错误的方向。"

接下来的介绍部分也并没有放松。我将吉本《罗马帝国衰亡史》一书中的经典第一段做了一个十分微小的微修订，以适应当今时代。让我们来比较一下两个都是作为第一句的句子。吉本：《为资本主义灵魂而战》这本书的开头，是在当代背景下对爱德华 · 吉本（Edward Gibbon）的《罗马帝国衰亡史》进行一些不寻常且适当的改编。比较以下两个句子。吉本说道："在公元2世纪，罗马帝国囊括了世界上最公平的地方和最文明的地方。"我说道："在20世纪末，美国囊括了世界上最强大的地方和人类最富有的部分。"⊖

我来补充说明一下吉本的结论，"可是罗马帝国终将会衰亡，一场革命将永垂青史，世界上每一个国家都能深深地感受到"。我相信任何一个有思想的读者都不会错过这一段。但是不管如何，我都将这样理解

⊖ Edward Gibbon, *The Decline and Fall of the Roman Empire* (1776-1788; New York: Random House, 2003); John C.Bogle, *The Battle for the Soul of Capitalism* (New Haven: Yale University Press, 2005).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

它，“吉本的历史提醒我们任何一个国家都不能把它的伟大当做理所当然，这一点从来没有例外”。《为资本主义灵魂而战》在《时代》杂志上所接受的两个慷慨的评论之一就这样说道，“即使极富洞察力的博格先生也不例外”。

我并没有在贬低美国。但是，我只是想警告大家，我们最好还是未雨绸缪。

罗马帝国衰亡的例子对那些和我一样信仰与尊重资本主义，认为它是美国伟大的源泉的人来说，是一个强烈的警示。多亏了我们建立在生产设施私有化、价格市场化以及个人自由之上非凡的经济体系，我们得以成长为历史上最繁荣的国家以及地球上最强大的国家，更重要的是，我们成为那些迟早要为全人类所接受的“对生命、自由和追求幸福不可剥夺的权利”价值观念最崇高的楷模。

事情出了差错

但是事情出了差错。“在20世纪后期，我们的商业价值观被侵蚀到了一个不寻常的程度”——在今天的资本主义版本中，几乎是难摆脱的贪婪、自我主义、物质主义以及浪费；我们国家的“富人”和“穷人”之间巨大并且越发悬殊的差距；贫困和缺少教育；对世界自然资源的滥用；因管理金钱而腐败的政治体系，这些都是体系被歪曲的表现。

在这里，资本主义的灵魂闪亮登场了。书中这样写道：“人类的灵魂，像托马斯·阿奎纳所定义的那样，是一种肉体的形式，是从形成之时就一直鼓舞、包容和塑造个人的伟大力量，它把生命中所有的力量都吸引到其中。”而在我们世俗的世界中，资本主义的灵魂是一种一直鼓舞、包容和塑造着我们经济系统的伟大力量，它把世界上所有的力量都吸引到其中。所以从某种意义上，用“为重建资本主义的灵魂而战”这样的词来形容我们为使系统回归到它引以为豪的根基而做出的努力一点都不为过。（有位读者认为书的标题有点“夸张”。但是他还是喜欢这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本书。)

理想主义从来没有退缩过。在阅读以下的文字之前，读者们可能甚至连本书的“美国公司究竟出了什么问题”这一章节都没有读过：

在某种更广义的层面上，问题的根本就是我经常引用的约瑟夫·坎贝尔老师所说的那些文字所描述的一种社会变革。“在中世纪，当我们靠近一座城市的时候，我们的目光总是最先被大教堂所吸引。而如今，吸引我们的则是那一幢幢的商务大楼。到处都是商业、商业、商业。”我们都已经变成了坎贝尔所谓的社会底线。然而，如今我们的社会开始关注那些错误的社会的底线：形式重于实质；虚名重于美德；金钱重于成就；魅力重于个性；短暂重于持久；财富甚至重于上帝。

上面的文字看上去像是刺耳的控告一样，但是我并没有退缩。事实上，像《国际先驱论坛报》专栏作家威廉·帕夫所描述的一样，出错的地方在于“资本主义的病态突变。”传统的体系（所有者资本主义）建立在服务公司所有者利益的基础之上，最大化因所有者的资本投资以及承担的风险所能带来的收益。但是新的体系却发展成了管理者资本主义，在这种体系下，帕夫写道：“公司的运作是为了使其管理者获利，通过与会计人员以及其他公司的管理者一起共谋，如果说不是阴谋的话。”为什么这种事情会发生？“因为市场分散了企业的所有权以至于没有负责任的所有者的存在，这不仅仅在道德上是不可接受的，而且是资本主义自身的堕落。”㊀

阅读本书你会知道，两个主要的原因导致了这种有害的变化：第一，“所有者社会”（公司的股票几乎由直接的股票持有者持有）逐渐丢失了其重要性和有效性。我们过去的所有者社会现在已经不存在了，而且不会回来。今天，金融机构（主要是作为共同基金份额持有人以及养老基金受益人的代理人）持有美国上市公司70%的股份，是一种新的“代理

㊀ William Pfaff,“A Pathological Mutation in Capitalism,” *International Herald Tribune*, September 9,2002.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

型社会”，在这里，金融中介控制着美国的商业。

代理人vs委托人

但是这些新的代理人并没有表现得像所有者应该表现的一样。我们的公司管理层、养老金经理以及共同基金经理更多地是把他们自身的利益放在委托人利益之前，这些委托人由1亿家庭组成，他们是我们共同基金的所有者以及养老金计划的受益人。就像亚当·斯密在200多年前所做的明智的描述，“他人财富的管理者（很少）能够以……他们管理自己财富……同样地小心警惕去照管这些财富……他们很容易为自己谋取利益。疏忽和浪费在今天美国的公司主管以及财富管理者中很盛行”。

第二个原因是我们新的投资者/代理看上去不仅仅是忽视了他们委托人的利益，而且还忘记了自己的投资原则。在20世纪后半期，占机构投资战略主导地位的投资重心，由明智的长期投资行为转变为愚蠢的短期投机行为。在最近的年代，我们进入了预期导向投资的年代，在这里，对公司收益的预期增长，尤其是业绩预期以及随后实现预期，不管是通过正当还是违规途径获得成为了投资者的标语。公告出来的收益更多只是金融工程的一个产品，为了服务于公司管理者以及华尔街证券分析师的短期利益。

当股票的长期持有人成为股票短期承租人，当短期股票价格的精确性重于公司长远内在价值的模糊性，我担心公司治理将会是第一个牺牲者。公司董事唯一重要的工作就是确保管理层在为股东创造价值，但是投资者看上去并不关心在什么时候这个目标成为次要的目标。如果美国实业界的所有者都不关心公司的治理，我问你，究竟谁应该关心？

因此在实业界，我们拥有的是：管理层薪酬令人吃惊地增长，这些增长并不能由公司业绩以及分配给普通工作人员不成比例的、可怜的微小实际（通胀调整后的）薪酬增长来合理化；不尊重财务报表的完整性的金融工程（“如果你能计算，你就能管理”，这是显而易见的）；我们过去所依靠的对企业管理进行监管的传统看门人（审计人员、监管人员、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

立法人员以及董事们）的失职。

在投资界，现在控制企业的代理人看上去并不在意。尽管我们的机构投资者现在拥有全部股票的68%，但我们从这些财富管理者那边所听到的不过是寂静之声。不仅仅因为他们更多的是短期投机者而非长期投资者，还因为他们管理着上市公司的养老金及节约储蓄计划，当考虑到相冲突的代理事宜时，他们面临着一系列的利益冲突。正像一位管理者在报道中所说："有两种客户我们不想去冒犯——已有的和潜在的。"

在共同基金领域，一个行业都迷失了自己的方向。作为一个曾经包含商业元素的专业性行业，共同基金成为一个包含专业性的商业，而且专业性太少。曾经由小的、私人所持有的机构占主导地位，投资专家所运营的共同基金行业现在则是由巨大的、上市企业集团占主导地位，由商人来运营，急于为公司资本而非基金份额持有人的资本获得收益。结果：在过去的20年里，典型的共同基金投资者仅仅获得了持有指数基金（我所说的当然是先锋500指数基金）所获得复合实际（通胀调整后）收益的1/3——是的，只有27%。

面对现实

看上去我们迫切需要面对正在变化着的资本主义世界中所出现的失败。虽然这些问题具有我所描述过的易引起争论的本质（明显的显示出美国商业和金融寡头政治强大经济利益的胜利，而不是国家最底线的投资者），但值得注意的是很少见到相关的公共讨论。在投资界，我没有看到为共同基金支付给投资者不恰当收益所做的任何辩护，也没有看到为我们行业奇怪的、达不到效果的所有者结构所做的辩护；也没有机构尝试去解释为什么人们所认为的持有股票所表示的所有者权力很大程度上并没有得到行使；也没有对曾经传统的和普遍的投资策略在向几乎是未经验证的反方向转变而做出任何严重的批评，之前的投资战略依靠长期投资智慧，而现在则越来越多地依靠愚蠢的短期投机战略。如果为资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本主义灵魂而战有助于打开我们自我反省的这扇大门（然后是自我矫正），并且这场战役由我们的企业和金融领袖来领导，虽然这种行为已经延迟了很久，但是我们所需要的变化还是会加速实现。

这个过程，我推断，一定要以回归资本主义最初的价值观开始，回归到正直的高尚循环——“信任以及被信任。”当道德价值观被忽视，并且服务那些应该得到服务的人被自我服务所取代时，资本主义作为创造社会财富的推动力这一整个想法会变得令人失望。在以后的年代中，被信任的商人、谨慎的受托人以及诚实的保管人必须再次成为我们伟大美国企业的模范。我知道这并不容易，但是如果我们在这个任务上能够长久并且足够认真地努力下去，我们还是能从消失很久的所有者社会以及失败的代理人社会中建立一个新的“受信社会”，在这个社会中，美国的投资公民将最终获得他们一直以来理应从我们的企业、我们的投资体系以及我们共同基金行业获得公平待遇。

结论

我的企业家精神传奇到此为止，企业家精神以后仍然是可以建立在关注人类价值观而非个人财富积累的基础之上。再次重申，这个传奇与荷马的《奥德赛》无关，但是高兴的是，至少与这部文学作品还是有共鸣的地方——经历了一次次灾难和成功的英雄的旅程。先锋奥德赛，虽然不同，但仍然是对今天误入歧途的社会的一个挽救，同时也是对18世纪鼓舞人心的道德价值观的再次肯定，这些价值观证实了当今的资本主义已产生了巨大倒退。

同时，看上去我们失去了作为一个国家或者社会所具有的重心，而是更多地专注于成功的工具（我们所能看到的与计算的事实和数据、形式路线），且忽略了高等教育这一真正的本质工具，比如求知欲、理性原则（角色）、道德视野，以及高尚的精神、开阔的心胸、自我否定和正直。

于是，我们要做些什么呢？我们中的每个人都必须尽自己的责任。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

今天在座的每位人士都能证明“即使只是一个人也能做出改变。”⊖回到“先锋：英雄传奇”这一主题，布拉德·麦奎德提醒过我们，在纽约时报文章中的最后一句“这些游戏永不停止。”不论是你们还是我，只要我们的思想还在完善着，我们的心脏还在跳动着，我们的人格还在强化着，我们的奥德赛都不应该停止。虽然生死无常，只要我们能做到，我们就要“不管怎样，坚持下去”，只要比赛还在继续，就要“持续到底”，我向先锋的同事重复过无数次这些话。

就像我在《为资本主义灵魂而战》的献词中对我的孙子所希望的一样，我希望你们将建造一个更好的世界列在你们的使命中。我现在仍然渴望感受追逐过程中的兴奋，拥有值得拿一生去追求的理想主义，以及尊重过去价值观（同时也是通往美好前程的钥匙）的乐趣。因此思考你们自己的梦想，同时也要用行动去实现他们。行动，永远都是行动，是在我们人生肯定会经历的永远危险的奥德赛中所要求的。做一个好人，尊重传统并且学习伟大的思想家留给我们的遗产。不要仅仅听我的想法，还要对它们进行反思。

我以丁尼生的尤利西斯（希腊的奥德赛）中的一些话来结束，这些话比我自己的任何话都能更好地向你们解释我所享受过的令人兴奋的冒险，所经历过的矛盾的情绪，在这篇文章中所反映出来的专心一致，同时，我对自己漫长职业生涯中尚未写下的最后一章的热切期待。

尤利西斯以回想他自身的奥德赛来开始：

我不能停歇我的跋涉；我将饮尽生命之杯。
我一生都在体验巨大的痛苦、巨大的欢乐，
有时与爱我的伙伴一起，有时却独自一个；
我已经变成这样一个名字；
由于我如饥似渴地漂泊不止，
我已见识了许多民族的人

⊖ 该说法出现在奖给那些获得先锋“卓越奖”队员的纪念匾之上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

及其风气、习俗、枢密院、政府，
而我在它们之中最负盛名；
我曾陶醉于与敌手作战的欢欣。

然后，他考虑了前面将面临什么：

我自己是我全部经历的一部分。
最单调最沉闷的是停留，是终止，
是蒙尘生锈而不在使用中发亮！
难道说呼吸就能算是生活？
几次生命堆起来尚嫌太少，
何况我唯一的生命已余年无多。
唯有从永恒的沉寂之中抢救，
每个小时，让每个小时带来
一点新的收获。最可厌的是
把自己长期封存、贮藏起来，
让我灰色的灵魂徒然渴望，
在人类思想最远的边界之外
追求知识，像追求沉没的星星。
你们和我都已老了，但老年
仍有老年的荣誉、老年的辛劳；
死亡终结一切，但在终点前
我们还能做一番崇高的事业，
使我们配称为与神斗争的人。

接着，决心去承担自己的最终使命，尤利西斯召唤了他的随从：

来呀，朋友们，探寻更新的世界
现在尚不是为时过晚。开船吧！
坐成排，划破这喧哗的海浪，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我决心驶向太阳沉没的彼方，
超越西方星斗的浴场，至死方止。
也许深渊会把我们吞噬，
也许我们将到达琼岛乐土，
与老朋友阿喀琉斯会晤。
尽管已达到的多，未知的也多啊，
虽然我们的力量已不如当初，
已远非昔日移天动地的雄姿，
但我们仍是我们，英雄的心
尽管被时间消磨，被命运削弱，
我们的意志坚强如故，坚持着
奋斗、探索、寻求，而不屈服。⊖

对于你们中的每一位来说，有太多你们自己的奥德赛将要发生，但都是未知的，我过去的编年史可能不是很相关。我们的任务就是过我们自己的人生，而不是他人的人生。但是在你自己的旅途中，不论在哪儿，只有你仍然“有坚强的意志，去奋斗，去探索，去寻求而不屈服”，你才会拥有一个令人兴奋和有价值的人生。

⊖ 备注：在诗的倒数第二句，丁尼生写道：“英雄的心尽管被时间消磨，被命运削弱，我们的意志坚强如故。”他很难想象得到心脏可以由一个人身体移植到另一个人身体，从而重建灵魂的活力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

DON'T COUNT ON IT

第10章

创新何时会过犹不及[⊖]

很难去反驳《太阳底下的新鲜事》这一于2007年10月在伦敦《经济学人》上所刊登的关于创新方面的文章。该文章定义创新为“创造了财富或者社会福利的新产品、商业流程或者组织结构变化”，换言之，“创造价值的新想法”。[⊜]确定的是，我们也都同意创新及其姊妹——企业家精神是全球经济发展的重要推动力。

因为这些推动力，我们拥有了网络和高速公路、高耸的摩天大楼、越来越省油的飞机，拥有了GPS系统汽车，不仅能显示怎么去你想去的地方，而且会有人告诉你怎么过去。（或者仅仅是不具有实体的电脑化声音？）不管是好是坏，信息革命所带来的最终结果现在仍看不到，但是它们已经给我们带来了超越想象的选择以及比以往任何时候都能有利于消费者的价格竞争。

但是，在创新所扮演的角色中，金融行业却是独特的。为什么？因

⊖ 建立在我于费城联邦储蓄政策论坛——金融市场的创新和管制上所做的发言，费城，宾夕法尼亚州，2007年11月30日。我选择这一题目的时机刚好是2008年年中市场崩盘力压我们身上之前。尽管我的警告被证明是具有预见性的，其可能仅仅是运气好而已。

⊜ “Something New Under the Sun,” *The Economist*, October 23,2007.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为在这里，创新为金融机构本身创造的价值与为金融机构客户创造的价值是分开的。因为金融服务提供者将商业或者政府的工具（我们称之为股票和债券）打包并组织为"产品"，这些"产品"是为了金融服务提供者的利益，即使它们也是为满足投资者的需求而设计的。这些产品中，有一些很简单并且成本低，另外一些则是另一个极端，不可思议的复杂和昂贵。

因此，在这一领域，我们永远受到下面这一无可争辩的等式的限制：金融市场的总收益减去金融中介的成本等于金融市场参与者的实际收益。这便是驱动我们金融体系的简单却又严格的算术原则。当创新达到增加成本的程度时，就会降低投资者的收益。

我们的机构有更大的动机去支持复杂和高成本而不是简单和低成本——这与大多数投资者所希望和需要的恰好相反。考虑到近期在金融市场发生的事情，一些在我们国家也是在世界最强大的金融机构已经拿出470亿美元进行账面减值（所有的全部加起来估计有770亿美元），并投入到相对新的、未经测试的、复杂的金融工具中，很难找到一个比现在更适合思考创新是否走得过远这一问题的时机了。

金融行业：成本与收益

与技术行业不同，创新在该领域能够提高效率从而降低消费成本，而我们金融行业的成本一直在高涨。我估计整个金融体系的成本在去年达到5 300亿美元左右，其中包含1 000亿美元共同基金投资者所承担的年费，数千亿中介佣金和投行费，再加上支付给对冲基金经理的令人吃惊的费用（上一年，他们中收入排名第25位的基金经理收入为1.3亿美元），以及那些营销和广告费用，而1990年这一成本仅仅为1 000亿美元。

中介成本的激增是否为资产管理者创造机会呢？你最好相信是！是否给投资者带来问题呢？你最好也承认这一点。因为我们的金融体系带给投资者的仅仅是整个股票市场和债券市场带来收益的总和减去金融中介的成本。这么大的成本严重地降低了我们公民为养老而进行储蓄投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的成功概率。不幸的是，我们的投资者位于成本很高的投资食物链的最下端。

以上并不是说我们的金融体系仅仅产生成本，其也为我们的社会创造了很大的价值，它促进了资本在众多使用者之间的最佳分配；让买卖双方高效地接触；带来了显著的流动性；加强了投资者使用贴现后的未来现金流的能力，·以及其他投资者使用这些现金流的权利；它创造出来的复杂金融工具通过使愿意承担风险的投资者来承担风险，而让不愿意承担风险的人降低风险。并不是金融体系不能带来利益，问题在于，总体上，我们金融行业的成本是否达到了超越其好处的水平。

最近为我们带来危机的两个创新，债务抵押债券（CDOs，与抵押贷款相对应）和结构性投资工具（SIVs，本质上就是借入短期资金，贷出长期资金的货币市场基金），就是我们金融行业创造出来的复杂、高成本工具的例证。银行喜欢通过贷款来获得大量的酬金，当它们可以很快地将贷款从自己的账簿销去并流入大众的手中时（所谓的“证券化”），很自然地，它们不再关心它们贷款家庭的信用问题。

在我们评级公司的认同下，我更认为是在共谋下，这种金融花招创造了点金术的现代版本。本身一块铅（假定是价值5 000美元，评级为B的一篮子贷款）神奇地就变成了金子，成为价值1亿美元的CDO。在典型情况下，其中75%的债券被评级为AAA，10%被评级为AA，5%被评级为A，仅仅10%被评级为BB（提示：我们现在已经知道，尽管特点是风险得到广泛的分散，但铅仍然是铅）。

衍生产品

金融行业的创新，当然包括巨大的金融衍生品市场的发展，听听巴菲特的描述：

本质上，这些金融合约要求在将来某天进行金钱的转手，金额由一种或多种参照物来决定，比如利率、股票价格或者货币的价值。举例来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说，如果你买入或者卖出标准普尔500期货合约，你就是一种简单的衍生品交易的参与者——随着指数的变化将获利或亏损。[⊖]

巴菲特先生举了一个很好的例子。实际上，标准普尔500指数衍生产品（期货或期权，本质上就是对标准普尔500指数未来价格的投机）的价值现在达到了23万亿美元，而标准普尔500指数自身的实际市场价值仅仅是13万亿美元，即“期望市场”的价值几乎是“实际市场”的两倍。不管这种关系是多么惊人，这种标准普尔指数衍生品仅仅是总价值达500万亿美元的各种金融衍生工具水桶中的一滴水；作为参考，全世界一年的国内生产总值大约是50万亿美元，仅仅是金融衍生产品的1/10。

回到2003年，一场激烈的辩论在金融界最受尊敬的两位领导人之间爆发：巴菲特和格林斯潘（我有夸大他们的声望吗？我并不这么认为。）下面是“大傻瓜”网站就此的大致报道：

巴菲特与美联储主席格林斯潘就金融衍生品抛出了一些引出争论的话语。巴菲特称金融衍生品为“大规模杀伤性金融武器”。格林斯潘则称“金融衍生品带来的利益远大于它们的成本”。巴菲特在致股东的信中用了整整一个章节在金融衍生品上，它们的滥用以及它们有可能给使用者及整个经济带来巨大的金融风险，并且声称金融衍生品可能会给市场带来巨大的金融动乱。

对巴菲特而言，金融衍生品在账单上难以量化及其不稳定性导致很难计算出金融机构所面临的真实市场风险——像一块隐现的冰山一样潜伏在经济海洋中。格林斯潘则通过声称大多数银行的风险管理都非常好来进行反驳。金融机构通过使用掉期及期货来对冲它们的利率及市场风险，并指出，金融衍生品工具的大量使用降低了风险，在经济衰退时帮助银行生存下来。

巴菲特认为金融衍生工具给经济带来了巨大的风险，需要制定进一

⊖ Warren E.Buffett,Chairman's Letter,Berkshire Hathaway 2002 Annual Report, February 21, 2003.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

步的监管措施。格林斯潘则相信市场能处理金融衍生工具的风险，而更多的管制则会造成道德风险，实际上是鼓励银行去承担更多的风险而不是更少。

谁是对的？在某种程度上，他们都是对的。因为并没有灾难性的后果发生，至今对于大多数金融衍生品的使用仍是不受关注的。他们双方都坚持自己的观点，在一场大的市场事件证明之前，这场争论可能会一直持续下去。⊖

刚好，四年之后，“大的市场事件”在我们身上发生了，金融衍生品创新大大增加了金融行业（以及评级机构）的费用，那些被评级过高的CDOs给购买它们的机构的资产负债表带来了巨大的破坏，包括银行及中介商本身。那些中介商也购买了，并且很多衍生品仍然留在他们的账簿里，只能背起这个包袱。

还有更多例子（如果我们需要更多的话），SIVs也带来了破坏。结果发现，一些银行为了销售这些工具，它们越来越多地为购买者发行了“流动性期权”，担保在需要的时候以面值来进行回购。花旗集团后来被发现，不仅在账面上持有550亿美元的CDOs，而且还回购了250亿美元的SIVs，这一事实直到11月5日才被公布出来。令人吃惊的是，罗伯特·鲁宾，执行委员会主席（可以说是一个影响力非常大的、在金融方面很聪明的人）声称，在去年夏天之前，他从未说过流动性期权一事。（没有像前主席查尔斯·普林斯早些时候的评论那样更令人尴尬了：“只要音乐响起，你就要随着节奏不停地跳舞，我们现在仍然在跳舞。”）

共同基金行业中的创新

如果说创新在银行业领域走得过远的话，创新在共同基金行业也已经走得过远。1951年我进入这个行业时，在该领域占主导地位的是股权基金，它们持有多种蓝筹股，为长期投资（15%的组合收益率），

⊖ “Greenspan vs.Buffett,” The Motley Fool,May 8,2003,http://www.fool .com/news/take/2003/05/08/greenspan -vs -buffett -take030508.aspx (链接已过期).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在适度的费率上进行经营（平均大约75个基点），并且紧紧地追随着股票市场的收益率（当然是在减去成本之前）。当时我们行业销售的是我们所能做到的，相比营销推广我们更注重管理，相比销售我们更注重监管。

接着我们决定进行创新，20世纪60年代中期，共同基金领域开始偏离其常识：以合理的（不说是最优的）收益来服务投资者。在大约1965～1968年这个“沸腾年代”，创新导致了大量新的“进取增长型基金”的出现，它们主要关注股票的价格而非商业价值，购买“概念型”股票和进行快速交易，并且经常持有以折扣价格从公司管理层购买的“非公开上市股票”，仅仅是为了把这个股票的价格提高到市场价格，从而正当地提高业绩。当然这种方式注定失败，但是因为这些基金所报告出来的收益令人眩晕，所以在这种方式失败之前，投资者还是投入了数十亿美元。虽然基金经理赚了很多，但基金投资者却没有得到很好的收益。

当这个“沸腾年代沸腾完了”后，“漂亮50年”很快取而代之，当时的想法就是投资那些能够永远提供良好业绩的确定成长型股票（如果可以忽略高成长率必然会经历衰退的话）。当然，在投资者急切加入这一时尚时，潮流便退去了。在1973～1974年，股票市场下跌了50%。投资者再次受损，而基金经理却再次富有。

在这次崩盘之后，即使基金处于净赎回的状态，整个行业仍然处于不断地创新的过程中。其中包括“政府附加基金”，通过声称由持有的看涨期权而带来的溢价为“收益”提供不现实的高分红。一方面过多销售给投资者，另一方面因为战略不可能持续成功，这些基金从投资者处筹集了300亿美元（接近整个行业的1/10），之后便很快崩溃了。几年之后，这些创新便从现实中消失，从未再回来过，再次，投资者付出了沉重的代价。

接下来的一些年，我们又创造出短期的“全球收益基金”及“可调整利率贷款基金”（近期金融危机的影子）。虽然这些基金并不相同，但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

它们都具有一些共同的特点：它们提供的收益以后不会（过去也不是）持续下去的，它们仅仅是扑向市场的潮流，并且收取高的费用和承担高的销售费用，它们共计吸引500亿美元，为管理和分销者提供了大量的费用并最终使投资者失败。它们也很快消失了。

新经济基金及泡沫

更近一些，在20世纪90年代后期（到现在你肯定已经了解了），共同基金中的创新利用所谓信息时代的“新经济”来获利。我们成立了数百只技术基金、电信基金、网络基金，以及再次出现的主要持有这些领域的股票的“进取增长型基金”。在快速成长的市场，大量的广告及促销活动以及投资者的贪婪的配合下，接近500亿美元在三年泡沫期投入到这些基金中，并且于2000年3月市场到达顶峰。随之而来的便是大熊市。整个股市大约跌了50%。其中纳斯达克指数（“新经济”）跌了近80%，NYSE（“旧经济”）跌了33%。

实际上，我们可以计算出这些短命的泡沫给基金投资者带来了多少成本，让我们来比较截至2005年12月31日10年期间基金本身所报道的收益（“时间加权”收益）与基金投资者实际上获得的收益（“金额加权”收益）。拥有最大现金流入的200家基金公司（大约占了整个资本市场的2/3，很明显它们在牛市中也是那些表现得更好的公司）报道了年平均8.8%的收益率，略低于标准普尔500指数9.2%的收益率。但是这些基金的投资者实际的收益率只有2.4%，比基金所报道的8.8%的收益率低了6.4%。

累积下来，这些基金投资者的资本在过去的10年里增长了27%。但是，如果仅仅是简单地通过购买和持有指数基金的市场组合，那么他们可以获得141%的增长。由于基金发起人的创新和创造，投资者失去了令人吃惊的114%的市场收益。相对于投资者的财富来说非常多！而对于基金经理的财富来说，我们可以大致估算出总的支付给基金经理及分销商（包括经纪人）的管理费用及申购费用（未包含在我们的计算中，因此

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

低估了费用）大概为200亿美元左右。因此，是的，去回答这些话题所引出的问题，正如我们金融经济中的银行业和金融衍生品领域，创新在共同基金领域也走得过远了些。

旋律仍在继续

大家可能希望基金行业会从其以往过度的创新中有所学习。但是迹象却相反。近年，我们创建了“130/30”基金，基金经理含蓄地暗示这种比传统100%的多头持有股票，多投资30%，并由30%的空头来抵消，将会带来更高的收益。可能是，也可能不是（只有时间会证明），但是这些基金更高的费用将带来一定拖累是确定的。另一种创新是各种各样的固定支付基金，这些基金每年提供一定比率的回款，同时会给出警告，这些支付可能会久而久之耗尽投资者的资本（但愿这种警告使用的是大字号加粗字体）。

其他创新还包括递延所得税可变年金，其保证连续的支付（不断变动的资产的一定比率），是个好主意——除了过高的总成本、佣金、退出罚金等，并且这些被证明抵消了很多这些产品所声称的优势。我们也能看到新型股票指数年金，通常只能达到市场收益的一部分却保证每年1%～3%的最低回报。即使是最基本的财务分析，也能指出这种产品所能提供的低附加值与其成本不匹配，其成本绝不是很低的。

当然在最近阶段，最主要的创新是交易所交易基金（ETF）。我认为这种可以全天实时交易的指数基金（广告上是这么说的）并没有错，但是我不得不对为什么投资者希望做快速交易这种疯狂和起反作用的事情感到好奇。很明显，频繁交易是投机者而非投资者的武器。更多的是，今天的ETF中的绝大多数（690只的675只）关注的并不是传统的广泛的市场指数，而是关注于某一狭窄领域或者是单独的某一个国外国家（有一些ETF声称它们胜过了市场，我把回答这些声称有效性问题的机会留给更聪明的大家，它们究竟能否称自己为指数基金）。但是ETF是以一个“热门的新产品”，吸引了那些已经变成了共同基金营销者的共同基金经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理，ETF使金融企业家、基金管理公司、股票经纪人及一些投资建议人的金库更加充实，而是否能使拥有它们的投资者更加富裕则有待进一步观察。

一些创新也服务了投资者

当然，并不是所有的共同基金创新都不利于基金投资者。事实上，货币市场基金就是我们行业最伟大的创新之一。第一只货币市场基金在1971年小心谨慎地发展，但是，仅仅通过提供给投资者实际的货币市场利率（更低的成本），而不是由银行存款账户提供的受规定限制的利率，其资产到1979年达到580亿美元，并且在1981年时达到峰值2 370亿美元，占据了共同基金的80%。正是货币基金在1973～1974年熊市中给了行业喘息的空间，直到市场在1987年之后开始强有力和持续地复苏。

货币基金在今天共达到2.8万亿美元，占全行业资产的24%。它们仍然是金融市场的一个主要因子并且为投资者提供着卓越的服务。是的，货币基金也为基金经理提供了大量的利润，但是在一个基金成本和基金收益的关联并不仅是完全对应并且每天都清晰可见（简单地比较相对收益即可）的领域，投资者更加愿意选择低成本基金。接近一半的货币基金资产投资到低于40基点费用率的基金当中（令人吃惊的是，68只货币基金，包括第一只货币基金，成功地获得100个基点甚至更多。）[⊖]

一个利己的结论

也有一些共同基金创新，它们很好地服务了投资者，虽然它们没有为基金经理创造利润。我现在将指出6个符合这一标准的主要创新。（全面暴露：因为它们包括我在1974年创立先锋，所以这些评论是利己的。）第一个就是先锋的创立，这是一次对传统共同基金结构所做出的令人吃惊的创

⊖ 我没有时间去深入探讨另一种前景看好的基金创新（“目标退休基金”），在该基金中，投资者选择其退休之年，基金会随着投资者退休的临近逐步从重资产头寸转移到以债券为主的头寸。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新，一种用于解决一种两难困境，该困境在我今天下午叙述之后应该已经非常明显：基金经理与基金投资者之间的冲突，基金经理通过集聚资产来赚钱，而不管资产的特点以及特性，而投资者因为这一策略而不能得到很好的服务。一个简单的自明之理便是，对整个基金行业来说，“基金经理拿走的越多，投资者获得的越少。”

具有创意的先锋则是反转这一命题：“基金经理拿走的越少，投资者获得的越多。”因此我们创造了我们新颖独特的结构。不同于让签订合同的投资经理来运营共同基金（行业的传统结构），通过共同基金的资本来获得利润，在先锋，共同基金实际上拥有自己的管理公司来一心为其基金投资者服务，并且以“成本”为基础来提供服务，靠的是投资者的资本来获得利润。

这种结构可能不是也确实不是完全没有冲突。但是实践出真知：先锋今天在大约21个基点的加权费用率上运营，而整个基金行业大概是95个基点。如果把74个基点的差别用到我们今天的1.3万亿美元总资产之上（从我们刚开始的14亿美元增加到现在），意味着每年为我们的基金投资者节约100亿美元。这些节省下来的成本足以使我们的货币市场基金和债券基金在同类型基金中位于95%或者更高的分位，而且我们的资产基金从为我们的基金份额持有者/所有者带来的收益来看总是位于同类型基金的四分位之上。

正是这一创新（建立在常识上的成本很重要以及基金应该是“由基民所有，由基民所管理并为基民所享”的理念）促成了多年以来我们其他一些主要的创新。到目前为止，这些创新中最重要的就是我们的第二个战略创新。在1925年5月，先锋刚开始运营后不久，我们创造了世界上第一只市场指数共同基金，仅仅是简单地跟踪标准普尔500股票指数。

这只最为基本的指数基金实现了高度的分散化，其拥有整个美国市场最权威的份额，从而保证投资者一定能获得股票市场的收益（或者债券市场，或者是股票、债券市场中独立的领域）。如果这种分散投资保证指数基金获得了市场收益，其最低成本则能保证市场所提供的收益能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

够接近100%转移给投资者（因为其消极管理战略，几乎消除了交易成本，并且节省相应的赋税）。就像巴菲特所说："当愚蠢的投资者认识到他有多愚蠢，并且购买了低成本的指数基金，他就变得比聪明的投资者更聪明。"

我们的第三个主要创新是一个反向创新。1977年早期，在指数基金开始运营后不久，我们做出了一个前所未有的决定，取消了所有先锋基金的申购费用，使得先锋基金从一个供给驱动的经纪人销售体系转变为一个依靠消费者购买决定的需求驱动体系。这种变化一部分是为了消除我们建立那些昙花一现的基金的动机，我已经描述过了这种基金在之前的年代严重破坏了投资者的收益。

我们的第四个创新，发生在债券基金领域，同样也是前所未有的。直到1977年，债券基金仅仅是"被管理的"债券投资组合，债券的到期日会根据债券经理对利率的展望而延长或者缩短，但是因为怀疑债券经理是否具备或者能否具备这种先见，我们再次做了明显的事情。我们发行了行业内第一只明确到期日的系列债券基金，包括一个长期投资组合、一个短期投资组合和（我确定你知道下一个是什么）一个中期投资组合，所有都是在最低成本的基础上运营。这个想法是持有优质债券（首先是免税的市政债券，然后是征税的）的广泛分散投资组合，并且在每一系列中保持不变的到期日，这种明确到期日的简单理念彻底改善了债券基金领域，并且这种三层次的投资组合很快便成为行业标准。

我们第五个主要的创新发生在1992年，当时我们决定分享由我们最大的基金份额持有者所带来的明显的规模经济。首先我们设立了先锋"旗舰"基金，其在我们新成立的美国短期国库券、票据、债券基金中大幅降低了大规模持有者的费用，并且这一观念后来被应用到我们其他的多数基金中，从而有利于关键的基金份额持有者。

先锋的第六个主要创新（我今天的最后一个例子）与我们的债券基金创新相类似，也很快被广泛地模仿（当然，低成本除外）：我们于1993年成立了行业内的一系列控制税收基金。不必要的税收是我们行业的致

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

命缺点。我们决定成立三只基金为行业中应税的投资者服务，同时结合最低的成本和最高的税收效率。这一系列基金是从我们另一个独特的组织结构中快速发展起来的创新。虽然我们早期的创新取得了很好的效果，我们的市场份额不断增大，先锋的资产也增长到1.3万亿美元，但我们的组织结构仅仅被一家竞争者所模仿。(想想为什么会这样？)

总结

不管是在银行业还是在共同基金行业，创新总是而且将仍然是一把双刃剑，并不仅仅我一个人持有这样的观念。思考一下，下面由著名的金融家亨利·考夫曼，在他于2001年出版的《论货币与市场》中所说的具有先见之明的话：

> 当金融投机家与粗心大意的公司执行官越线太远时，就会给所有的市场参与者带来损失……并且金融托管这一想法更多地是在洗牌中而失败……只有提升企业家创新与传统价值观——谨慎、稳定、安全和健全——之间的平衡，我们才能改善我们金融体系中的效益成本比率。

因此，是的，我们的金融体系确实能够提供大量“创造价值的新想法”，正如我在开始的时候所提到的《经济学人》中关于创新的一篇文章中所表明的。但是当金融创新几乎总是为那些设计、构造、推广和销售它们的人创造价值时，过多的创新会降低那些信任金融创新者、创新支持者的投资者价值，现在这种损害已经扩展至整个社会，是时候正视这些现实了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

DON'T COUNT ON IT

第三部分

理想主义与新生代

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我漫长人生中的一个很重要的开心事就是有机会向年轻人展示我的价值观，通常都是在教育的环境下进行的。我的目标是鼓励我们的下一代国家领导人理解作为公民所具备的幸福、权利和责任，以及作为价值人生基础的理想主义。在如今这个许多商业、贸易和金融行业领袖都堕落的年代，这种信息显得尤为重要。最重要的是，我想使我们的新生代确信理想主义不仅仅仍然存在，而且一定要在他们的生活中发挥很大的作用。

在我2001年出版的著作《约翰·博格论投资：第一个50年》中，有5个章节是以我的毕业演说为基础的：我很喜欢多次阅读这些我在大学（其中包括普林斯顿大学、特拉华大学以及范德堡大学）里面所做的演讲，这些演讲都是很多年前的了。但是我最喜欢的还是给“宾夕法尼亚州的哈弗福德学院”毕业班所做的简单演讲，演讲的题目是“个人衡量自身生命价值的标准”（不要被这个标题所误导，我传递的信息强调“标准”是衡量生命价值的错误方式）。

接下来较短的七个章节中，继续了我在过去10年中给新生代所做的大量报告中理想主义这一主题，而我们美国的下一代的领导人也将从这些新生代中产生。第11章：“商业使命”是2000年在罗切斯特大学威廉·西蒙商学院给毕业生所做的演讲。

在该演讲中，我引用了伟大的经济学家亚当·斯密、约瑟夫·熊彼特以及凯恩斯的话，号召那些被打造出来的MBA学生，在所有的事情当中，要把我们人格中的高贵和自尊放在第一位，之后再考虑我们的个人利益。

第12章是关于同样的主题，是于2004年5月给宾夕法尼亚州州立大学斯密尔商学院毕业生所做的演讲。其中我主要集中在“成功”的很多含义之中，指出了当今资本主义体系的不足，并且敦促这些新的毕业生追求正确的成功——能为我们当今社会贡献价值的成功，而不是由财富、名声及权力所定义的传统的成功。这些主题再次出现在第13章中，“展示真实的自我高于一切”，是在2004年12月给宾夕法尼亚州主教学院高中部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比较年轻的听众们所做的，我的孙子克里斯托弗·博格·韦布·圣约翰在该学院，并将我介绍给了他们的校友。

第14章的标题是“知足”，这很有意思，其中包括一个（你将会看到）关于我们人生中什么是“知足”的奇妙故事，这篇于2007年所做的演讲在乔治顿大学MBA受到很好的欢迎，以至于我将其扩展到一篇较短的著作：《知足》。其在2008年第一次出版时便进入了《纽约时报》畅销书名单。在2010年6月，其以平装本的形式再次出版，内容有一些改动，并且由汤姆·彼得斯（他因《追求卓越》一书而名扬四海）写了序言，由前总统比尔·克林顿写了一段内容丰富的前言。

第15章的内容是受到拉迪亚德·吉卜林经典诗《如果》启发而成的。《如果你可以相信你自己》的发表是一件特别开心的事情。我的另一个与我同名的孙子约翰·博格三世也听了这一演讲，我敦促马萨诸塞州罗克斯伯里拉丁学校的热情听众“把每一分钟宝贵的光阴都化作60秒的奋斗”。在第16章，我在三一学院2010年毕业典礼上的演讲，我从吉卜林转到丘吉尔，强调温斯顿·丘吉尔著名的训诫“第五个永不”，“永不放弃，永不，永不，永不，永不，永不”。

在第17章中，我主要集中在美国的巨人——美国总统伍德罗·威尔逊身上。受他的文章《当人醒悟时》的启发，我对宾夕法尼亚州威廉姆森机械行业自由学校2009级毕业生表示庆祝。这些年轻人将进入工作的世界，将以贸易或金融世界不会或者做不到的形式为这个世界提供服务作为自己的生涯。我所引用的英语谚语将清晰地说明这一点。在该章的结尾，我祝福这些有前途的年轻技术工人将拥有“分享和创造的力量、精力、意志力、智慧及精神，拥有让每一件自己接触的事物变得比自己发现该事物时更好的激情，做好一件事情后所获得的自豪感”。我认为这是对我们所有人的一个好的建议。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

DON'T COUNT ON IT

第11章

商 业 使 命[⊖]

值此光荣时刻，祝贺各位即将获得高级商业学位。你们将进入一个美国所处的前所未有的繁荣世界中，这一点不是什么秘密。现在商业形势大好，提供给专业研究生院毕业生的工资高到难以想象，股票市场也停留在意想不到的一个年代之前的水平，我们的世界正在不断地经历着闪电般的剧烈变革。已经有人把信息革命类比为一百年前发生的工业革命及一千年前发生的农业革命。

极度活跃及速度［从今天这个名称缩写的社会大概能很好地反映出来（在此仅仅引用一些：ATM，B2B，B2C，DSL，MP3，NASDAQ）］看上去这些成为剧变时代的标语。我们真正地生活在一个新的年代，这个年代不仅给新的企业，同样为那些愿意加入这一斗争的已有企业，提供了令人兴奋的机会。但是我想跟你谈谈一个比发生在我们身边的急剧的变化更加重要的商业元素：商业召唤。

我的第一次突破

字典中是这样定义“使命”的：做某种特定行为并不断前进的强烈

⊖ 建立在从罗切斯特大学西蒙商学院获得荣誉法学博士时所发表的言论，2000年6月11日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

冲动；想做正确的事情；因对本性或者财富的追求而被召唤去从事的职业。但是我承认当我从普林斯顿毕业并且直接开始工作时（我不具备商学院教育所能带来的好处），我几乎没有认为商业是我的使命。就我能记起来的，我唯一的目标就是继续前进我的人生，尽自己最大的努力，并且过上一个好生活。但是在意想不到的情况下，我以当时还“微小却引起争论的”共同基金为主题写了自己的毕业论文。因为该论文，沃尔特·摩根，行业中最好的基金经理之一的创建者，给了我第一次突破，他雇用了我并成为我的导师。那是在半个世纪之前了，但是在我再次阅读自己的论文，又准备将其发行在我即将出版的著作中时，我认识到，即使在当时，我就已经拥有了对理想主义的强烈感觉，即使半个世纪以来的经历也没有能使之减少。实际上，我并不怀疑，如今我的理想主义比过去任何时候都更强烈。

可以追溯回1951年，当时，我便主张共同基金的角色是去服务——“服务于个人及投资机构的需求”，以“最有效率、诚实及经济的方式”来服务投资者——“要降低销售费用及管理费用……最大程度地减少投资者的误解……并且不主张能比股市平均水平表现得更好。”结果是，在这些广阔的笔画中包含了我于1974年成立公司的最核心思想：融入到我们国家的长期增长中，最好的方式就是简单地拥有美国所有商业的股票，以最低的交易成本去持有它们，并一直持有（我们将这一观点推广到金融市场全部领域中）。

这种投资策略，曾经是创新和违反直觉的，反过来依赖于我们独特的企业组织结构。我们是一个由基金所有人而非基金经理所拥有的共同企业，是一个把服务好份额持有人和做好保管工作作为最大重点的企业。结合这种投资理念和人生价值观，我们努力成为一家难得的企业：一家有代表性的公司。我们代表基金份额持有人的重要地位并且获得了成功！至少在我看来，先锋的成功是一个证明开明的理想主义是有效的经济学的活生生的案例。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

商业：值得荣耀的职业

在过去半个世纪，商业成为了我的个人使命。但在这里，我要谈论的不是我的人生和职业生涯。在这里，我想劝你在进入广阔的商业界时，不管是贸易或者实业，金融或者技术，好好思考自己的召唤。我劝你们去实现个人的使命，拥有为社会贡献出一些美好的（或者是独特的）事物，那些你擅长的事物，你所享受的事物，或者是如果没有你就不会存在的事物。

别搞错：商业是一种值得荣耀的职业。亚当·斯密告诉了我们原因："财富及伟大所带来的快乐击打着人们的想象力，作为宏伟、美丽以及高贵的事业，它们值得因其辛苦和焦虑……他们不断地推动着人们勤奋地去建造房屋，去建造城市和联邦，去发明和改进科学及技术，这些让人们的生活更加高贵和美好，彻底地改变了全球的面貌，并且（铺好了）地球上不同国家之间沟通交流的高速公路。"⊖他写这些话是在240年前，今天能有更好的说法吗？

但是当我在新千年对美国社会进行调查时，我发现我们国家的商业价值观正在受到侵蚀。是的，我看见了非凡的企业家精神、杰出的技术以及超越想象的创造力。但是我也看到过多的贪婪、物质主义以及浪费，从而不能令我挑剔的双眼感到满意。我也看到我们的经济过于关注"富人"，而对"穷人"则关注不足，在教育方面投资不足，尤其是那些最需要教育的人，他们不只是为了成功，更是为了生存。我看到了令人吃惊的对世界上自然资源的滥用，就好像它们本身就是让我们去浪费，而不是作为保留给我们后代的宝贵遗产一样。我也看到了一个因令人吃惊的金钱流入而腐化的政治体系。我向你保证，这些金钱很少是由不期望任何回报的无利害关系的公司提供的。

⊖ Adam Smith, *The Theory of Moral Sentiments* (1759;Cambridge,England: Cambridge University Press,2002).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场与经济

但是我也看到了希望，我到任何地方都能从我们的年轻人（你们！）身上看到希望以及理想主义精神。是的，商业与创造性、生产力、商品、服务、工作、利益、成功、财富及伟大都相关。但是商业必须同样与理想、与让世界变得更美好相关。你们已经花费了两年时间在此学习商业，并且被反复灌输市场有效这一信念。市场的确有效并且经济最终是商业的语言。商业确实是！但是如果没有美德，商业仅仅是一个空洞的追求。在神学家迈克尔·诺瓦克卓越的书籍《商业使命》中，这也是我们今天演讲名称的灵感所在，迈克尔·诺瓦克归纳出了商业的三大基本美德：[⊖]

▲ 创造的美德……观察到别人没能看到的事物，在洞察的基础上行动的倾向……预期到其他人的需求并满足这些需求……智力资本是财富的主要源泉。

▲ 建设社区的美德……所有国家的财富……比以往任何时候都正确，致力于一个共同目标就是要与他人一起工作，为他人工作……需要忠实、可靠、尽职、勤奋而且尤其是勇气。

▲ 务实的现实主义美德……常识……通过弄脏你的双手及面对每天的挫折来偿付你所应付的……对于世界是如何运转的强烈意识，能从下而上给予你对自己想法的自信心，不去管别人认为他们是多么不切实际。

是的，就像诺瓦克博士所注意到的，我们生活在一个现实主义看上去有些乏味和过时的社会中，在这个社会中，感知被称为是最重要的，但谁又知道谁的感知是“正确的”呢？这种见解不能令诺瓦克博士满意，也不会令我满意。从我在25年之前成立先锋时，我的格言便是：如果感知与现实之间存在差距，那么现实的获胜仅仅是一个时间问题。

⊖ Michael Novak, *Business as a Calling* (New York:Free Press,1996).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

务实的经济学家

请认识到商业使命这一理想对于当代务实的经济学家来说并不讨厌。亚当·斯密在写《国富论》，称赞竞争的无形之手、个人优势的本质及自爱这些让世界经济体系运转的美德的很多年前，撰写了《道德情操论》。你可能会感到吃惊，在这本名著中，亚当·斯密提倡“理性、原则、良心是心胸中的居住者，是我们行为的大法官及仲裁者，它们显示出我们自己的渺小、慷慨的重要性，以及为了他人更大的利益而控制我们自身的最大利益，对于荣耀和高贵事物的喜爱，以及我们人格的高贵和尊严。”[一]亚当·斯密在此再次是美德的信徒。

约瑟夫·熊彼特看到了相似的精神。约90年前，他向我们描述了成功企业家的动机：“创造和做好一些事情或者仅仅是发挥自己的聪明才智和能力的乐趣”……“获胜的意志：一种拼搏的冲动，为了获胜本身而非为了胜利的果实。”[二]在我自己的使命中，这些激情不断令我兴奋，即使是在今天上午对你们的演讲中。

约翰·梅纳德·凯恩斯也这样认为，这些让我强化了我自己的观点，所有绕着我们身边的兆亿的数字仅仅是数字而已，记分板上的数量仅仅是对企业衡量的一个标准，并且事实证明，很难是最好的衡量标准。凯恩斯强调，任何表明企业“主要由企业招股说明书上的报表来驱动的，不管是多么坦率和真诚……并且建立在对未来收益的精确计算上”的说法都不过是虚假的幌子而已。相反，企业成功的关键是动物精神——“一种自发的采取行动的内驱力，而非不行动”，并警告“如果动物精神变得暗淡并且自发的乐观精神退色，留下我们仅仅去依靠数学期望的话，企业会衰落并最终消失。”[三]

[一] Adam Smith, *The Theory of Moral Sentiments* (1759;Cambridge,England: Cambridge University Press,2002).

[二] Joseph Schumpeter, *The Theory of Economic Development* (Cambridge,MA: Harvard University Press,1934).

[三] John Maynard Keynes, *The General Theory of Employment,Interest,and Money* (New York:Macmillan,1936;Harcourt,Brace,1964).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

满足一些迫切的需要……采取一些伟大的行动

这三位现代历史上最伟大的经济学家都传递了相同的信息。让我们遵循他们的建议，把动物精神放在第一位，兆亿的数字放在其次；把创造和征服的乐趣放在第一位，不假思索的贪婪放在最后一位；把他人更大的利益、荣耀和高贵以及我们人格中的伟大和尊严放在第一位，然后再思考我们自身的利益。努力去满足一些迫切的需求，或者采取一些伟大的行动，不是为自己，而是为了社会，带着理想主义和激情进入商业世界。带着决心和乐趣开始一场思想之战，正是为了这场战争，你们在这里很好地准备了自己的学业。

商业在半个世纪中一直是我的使命，其一直都很美妙，你们中每一位在自己的人生以及职业生涯中都会像我一样得到祝福。因为当今的机会是无限多的，请走出去并且让商业成为你的使命。帮助建设一个更加美好的世界。

尽管走出去并且做就行了！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

DON'T COUNT ON IT

第12章

真正的成功[⊖]

恭喜大家通过自己的聪明才智、勇气及决心从美国最伟大的学校之一获得学士学位。你们有资格，至少短时间内感到自豪，而且我知道今天在此支持你们的家人也感到自豪。他们应该感到自豪！

无疑，你们中的大多数将会进入商界，在你们找寻的职业生涯使命中寻求成功。因此我希望花点时间思考我们所指的成功意味着什么，以及我们是怎么样来衡量它的。坦诚地说，实现真正的成功是一个比传统意义的成功要崇高很多的目标。

当我于53年前从大学毕业时，我没有想过去读商学院。在没有外部资源而仅仅是充分的奖学金的资助下，我完成了在普林斯顿大学的学业，并且简单而言，我到了应该工作的时候（就像现在你们所处的形势一样），最终我开始了自己的职业。当然我也追求"成功"，并且那个时候对它的定义（财富、名声和权力）对我来说是很合理的，并且词典中也肯定了这点：对所尝试事物的成功，对某一事物的获得，通常是财富或者地位，取决于个人的欲望。

⊖ 基于在宾夕法尼亚州州立大学获得人文学博士荣誉学位时发表的评论，2004年5月15日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虽然半个世纪过去了，我没发现任何理由去相信财富、名声和地位不再是成功的三个主要属性，但是不再是我在很多年前定义它们的传统方式。我认识到财富并不能仅仅用美元衡量，名声并不能用知名度来衡量，权力也不能仅仅用对其他人的控制来衡量。

资金富有，事实上，是对成功的一个肤浅的衡量。如果我们接受美元作为我们的衡量标准，那么钱就是衡量人的标准，还有比这更愚蠢的吗？因此，应该怎么样来衡量财富呢？用良好的生活质量吗？用充满爱的家庭关系吗？谁能比那些以为人类、为同胞，或者仅仅是以为社区或者邻居带来利益为使命的人更加富有呢？

并不是说金钱不重要，我们中的谁不想获得足够的资源来享受人生和自由呢？从满足需求而获得安全感，拥有具备挑选职业的能力以及教育孩子所必要的资源。但是这些到底需要多少财富呢？事实上，我们应该怀疑那些我们所看到的社会上最高阶层所拥有的超级财富（因此而具备获得生命中无数的“事物”的能力）到底是祸害还是恩赐。

同样，名声也是衡量成功的一种有缺陷的标准。在今天，我们关注我们的企业、公共机构及政府的拥有最高权力的首席长官，他们的公众形象看上去令他们获得了受到像监察官、监管者以及法院这些把关人或者机构甚至他们的股东——那些在他们管理过程中明显缺席的人。更经常的是，这些CEO自负到足以相信“这些都是我一个人做到的”；自大到认为他们自己是创造者，而实际上他们更经常地仅仅是官僚的看管人；贪婪到相信他们所获得的支付不是由他们所创造的经济价值决定，而是由其他公司的CEO所获得的支付来决定——同行支付而非业绩支付。这种不应得到的名声应该令我们整个社会尴尬。

当然，名声是我们时代伟大的自我塑造者。但是名声来源于哪儿，效用如何？我们体育英雄短暂的名声以及演艺人士闪闪发光的名声让我们高兴地看到了人类达到自身潜能的顶峰，但是在当今这个快节奏的世界，这些光辉很少能持续超过15分钟，就像安迪·沃霍尔向我们承诺的一样。真实成就带来的名声是一回事；自我夸大所带来的名声、利用不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当手段获得的名声以及用于卑鄙目的的名声则是另外一回事。请永远不要忘记，那些为我们社会的日常运转做出最大贡献的人们中的多数（实际上是大多数）从没有体验过片刻的名声。

现在我们谈一下权力。毫无疑问，拥有运营一家企业的权力令人兴奋，拥有控制人以及企业钱包的权力是一种乐趣。但是当权力被武断和反复无常地使用时，当权力体现为过多的特权时，当权力用于创造自我塑造（以及报酬增加！）时，兼并和不明智的资本支出更可能会降低企业的价值，不仅仅公司的股东，公司忠诚的员工（实际上，整个社会）都会成为受害者。

我们应该尊重的是为一个有价值意义而存在的权力——智慧的权力、道德的权力，能令与我们一起工作的人在技能和灵魂方面不断提升的权力；保证尊重那些为企业做出贡献的最卑微者的最高尚灵魂的权力；帮助自己同胞的权力。权力，用亚当·斯密很久之前的表述来说，是“宏伟、美丽和高贵的事物，值得因其辛苦和焦虑，从而使人类的工业维持运转，投资和改善科学和艺术，去使人们的生活更加高贵和美好”。这才是现在值得寻求的权力。

因此我们将如何利用这些对于成功的混合衡量标准呢？也许著名的经济学家约瑟夫·熊彼特能提供帮助。他认为，雄心勃勃的人是受“创造和做好一些事情或者仅仅是发挥自己的聪明才智和能力的乐趣，以及获胜的意志，一种拼搏的冲动，是为了获胜本身而非为了胜利的果实（如财富、名声和权力）”而驱动的。

这种成功是不能以财富、一个人所拥有的支配其他人的权力或者短暂的公众注意的虚假名声来衡量的。但是其可以由我们在建造更好的世界、对同胞所做的帮助、养育（或者说培养）孩子成为可爱的人以及好公民方面所做出的贡献来衡量。

在这种追求中，那些选择商业作为自己使命的人承担着一种特殊的责任。因为在当今这个社会，商业和金融领域的人们赚取了最多的金钱、拥有最大的权力并且享有令人吃惊的名声。因此，如果你进入了“人吃

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人”的商业竞争领域，请努力获得真正的成功，保持你的价值观、道德观、风度以及正直。

在当今这个商业社会，我担心，我们的领袖们在追求着错误形式的成功，而且实际上经常会做出不道德甚至是违法的行为。如果我们这一代将商业和金融引入了错误的轨道（我们已经这样做了），这是对资本主义价值观的背叛。

对于你们这一代来说，我们这一代的失败是你们的机遇——你们拥有机会去用一生的时间去重建资本主义的诚信，用理想主义来取代自我中心主义。我们在一起构成了人类，我们中那些幸运的能够通过职业生涯过上良好生活的人，一定要尽力为我们的同胞服务，因为我们是在为一生都能过上良好生活而进行着长跑。

半个多世纪以来，商业一直是我的使命。我仍然在继续着这一漫长旅途，我努力以正确形式的财富、名声和权力来定义成功。在拥有无数机遇的未来，我希望你们中的每一位都能获得同样形式的成功。走出去，以商业作为你们的使命，走出去并且寻求真正的成功，尤其是在一个不安的世界里，你们能够帮助建造更美好的世界。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

DON'T COUNT ON IT
第13章
“最重要的一点：坚信自己是正确的”[⊖]

虽然我为自己的名声感到自豪，就像我的好孙子克里斯托弗·博格·韦布·圣约翰在他令人愉快的介绍中所说的一样，我向你坦白（这一点可能会令你们感到吃惊），今天站在你们面前令我感到有点恐惧。虽然你们的父母对我及先锋集团有一些了解，你们可能仅仅因对我这个古老的灵魂今天会说什么感到好奇，从而产生一些兴趣。为什么我会这么想呢？因为我也确实有过你们这样的年龄，在学校里或者是与家人、朋友一起时，尝试去寻找自己的生活方式。

我的疑虑可以用我于去年在一个苏格兰传教士的布道中听到的故事来说明：一位父亲轻敲他孩子房间的门，希望叫醒孩子，让他去上学。

通过紧闭的房门，孩子大声喊道：

“我不会起床，并且给你三个原因说明为什么。”

“一、我恨学校。”

“二、小孩子都取笑我。”

“三、因为上学很无聊。”

⊖ 基于在宾夕法尼亚州主教学院发表的演讲，2004年12月2日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

父亲立即大声喊道：

"你必须起床，而且我也给你三个原因说明为什么。"

"一、这是你的义务。"

"二、你已经45岁了。"

"三、因为你是班主任。"

即使我担心涉及你们这些同我孙子一代的年轻人，我答应过克里斯托弗我会在这里，所以现在我站在这里，但是与那位杜撰出来的班主任不同，我是带着期望和开心与你们在一起的。

关于"先锋"和"简单"的说明

我不想谈论太多我的生涯。创造先锋，并且在从1974年创立仅仅拥有14亿美元资产的先锋到30年后成为世界最大的金融机构的多数时间中，对其进行运营，管理着7 500亿美元他人的财富。不管这些算什么，但是帮助1 600万投资者积累财富，从而帮助他们提供退休储蓄，购买房产，支持孩子的大学教育，以及就此而言，他们孩子的私立学校教育，让我感到很开心。很少有哪一天我没有收到那些先锋承诺以托管、责任和荣耀意识去服务的人们的来信或者与他们交流，我认为这是当今这个季节的教堂主旋律。

是什么让我们独一无二呢？先锋成功的第一个秘密就是基金经理拿走的越少，基金投资者获得的越多。这一点很值得注意，因此我们将自己的费用降低到最低水平并且我们从基金投资者的利益出发而非基金经理的利益出发来管理共同基金。第二个秘密就是我们提供的投资项目具有最简单这一特性。我们的根基是指数基金，一种仅仅是简单地购买股市上每一种股票并一直持有的基金，这一想法在差不多30年前我们提倡时是一种异端邪说。但是它确实成功了。

我曾经被很不友好地形容为，一个具有的唯一资产是"认知本质的超能力"的人。虽然这看上去有点自相矛盾，但可能确实是正确的。虽

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然据说重要的想法要经历从引起争议的到被颂扬，而创造先锋的根本想法实际上经历了从被轻蔑到司空见惯。有人说“地球是圆的！”于是全世界的第一个回应便是“你疯了”。但是从那以后，在有人进行测量之后，回应便变成了“当然是圆的，谁不知道这一点？”㊀

人生道路的荆棘

但是先不谈成功了，不论其到底是什么。更重要的是，你要知道我的人生以及职业生涯并非没有经历过挑战。在人生的道路上有很多的荆棘，你们中的很多应该已经经历过一些，而且你们全部（是的，全部）在某天总会碰到挑战，这些挑战需要你动用信誉、勇气、品德及意志力这些资源。你们可能都不知道你们具备它们，从我在自己人生中碰到的四个挑战，你们可能会学到点东西。不管当时这些挑战有多痛苦，它们在我所达到的成就中都起到很重要的作用。

首先，我成长于一个收入非常一般的家庭，从8岁开始，我所需要或者希望获得的东西都要自己赚钱来购买。我送过报纸，当过服务员——我在春天做过，在冬天也做过；在布莱尔学院做过，在普林斯顿大学也做过。（很明显我有当服务员的天赋！）我在两个邮局当过店员，为经纪公司跑过腿，为一家报纸当过实习记者。我管理过售票处，当过夏令营辅导员，做过消费者调研，送过礼物包装，不管付出多少代价，我都做了。但是你们中的大多数（当然不是全部）成长于一个比我在儿童时的梦想（不用考虑工作赚钱）都要好的物质条件中。这些是我一生的运气。（你可以说它依然是！）

但是正如我对自己孩子所说的：“你们成长过程中没有当初我成长过程中所具备的一些有利条件，让我感到伤心。”那些不是不利条件，而是有利条件！不得不去承担责任，自力更生，听从指挥，面对逆境，去与各行各业的人一起工作，去建立用于克服生命中所遇到的挑战的决

㊀ 该说法在《纽约客》中被提出，2002年4月1日，涉及哲学家卡尔·波普的观点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

心——这些都被证明是无价的赐福。因此四堂课当中的第一课：不论你处在什么境遇，“最充分地利用你的人生”。是的，你也能做到！

第二课，我差点从大学退学。我需要做那些很消耗时间的工作来完成普林斯顿的学业，而且我也不是那种智商很高的人，在大二那年，我在学习方面很困惑，尤其是我的经济学，学习由马萨诸塞州技术学院的保罗·萨缪尔森所著的教材。我在期中取得的D+成绩如果持续的话，就会让我失去奖学金，并因此失去在普林斯顿的学业生涯，因为没有人会为我支付学费。但是我奋力前进，并取得了改善，并且以一个不算特别漂亮的平均成绩C结束了那个学期。

永不放弃，永不，永不……

但在学业如此不好以至于我的大学教育存在危险之后，我的成绩开始神奇地不断提高。令我惊奇的是，在我毕业的时候我获得了很高的荣誉。更神奇的是，在萨缪尔森博士的书几乎毁掉我的50年之后，萨缪尔森为我的第一本书写了序，那时候他已经是诺贝尔经济学奖获得者。因此，第二课：永不放弃，永不，永不，永不、永不、永不，你也永远不要放弃！

第三件逸事：1965年，我成为普林斯顿毕业之后加入的共同基金公司的头儿。任性、过于自信、野心勃勃并且不成熟（甚至可能很愚蠢），我轻率地使之与另外一家公司合并。到1970年年初，便产生了事与愿违的效果，1974年，与我一起分享股权的合伙人与新合伙人联合起来并且辞退了我。我犯了一个很大的错误，并且因此付出了很大的代价。谁说人生是不公平的？

被辞退不是一件令人开心的事，但是其后来被证明是一个潜在的机会，如果真的被很高深地隐藏了的话。因为正是这次被辞退，让我有机会创建先锋，并且抓住了这次成功的机会。可以说我在离开之前工作的同时开始了我新的工作，“被辞退但是却很有激情”（想想这个双关语）。这个独特的叛逆公司打破了所有的规则（一家如果不是这样可能永远不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会存在的公司）并且使投资世界变得更美好。第三课：当一扇门关上的时候（我的是猛地摔上），一扇窗户会打开。你也会发现这些！

我的第四课也是最后一个逸事与我的肢体残障有关（可能我应该使用今天政治上正确的行话，用“问题”和“挑战性”来描述）。1960年，仅仅31岁的时候，我便遭遇了第一次心脏病发作，之后也一直伴随着我。我被告知我再也不能工作，并且很可能活不过40岁。但是厚着脸皮以及天生地对每一天工作的关注，我不断地前进着。我有缺陷的心脏不断地恶化，到1994年时，仅仅还有一半仍然运转着。

1995年10月，在死亡门前，我住进了费城的哈尼顿医院，等待心脏移植手术。我的身体连着管子，将维持生命的药物输入到我的体内，持续了128天，直到1996年2月21日，我的新心脏移植成功。我现在处在享受我神奇的“第二次生命机会”的第9年，再次玩起壁球和骑自行车，登一些（小）山，继续工作着，写着我的第5本著作，陶醉于与家庭成员一起生活，计算着我所遇到的无数的幸事。因此，第四课，也是我家庭的座右铭：“不论如何，奋力前进。”你也一样，不论如何，一定要奋力前进！

人格原则

当我谈论到那些帮我走过人生中艰难道路的人格原则时——最大地利用自己的优势，永不放弃；当一扇门关上时，一扇窗户随之而打开；无论如何，奋力前进。请理解我谈论的并不仅仅是我个人的经验，也是当你在不断前进时，在不确定的人生道路中遇到不可避免的障碍时，成功克服困难时所需要的人格原则。

每一代人都不容易。人生总会制造新的挑战。今天美国生活中的财富也带来了其自身的挑战——应有的权力、经济实力以及军事实力为美国带来了赞赏、嫉妒以及很多人的憎恨。你们所成长的世界比60年前单纯很多的世界要求更高。靠你们来帮助美国应对这些挑战。

竞争是可以感受到的，健康有序的竞争是我们社会以及经济卓越于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

世界的驱动力。但是我担心不健康的竞争正在扎根。通过尽自身全力去竞争是一回事，而通过不择手段或者犯规来获得相对于同学或者竞争对手的竞争优势则是完全不同的另外一回事。最近《普林斯顿校友周报》上，一篇文章描述了我们年轻人正处在一个“焦虑时期”。你们的父母努力激励你们去做好家庭作业，并做到卓越（在学业方面、在运动方面、在社交及课外活动中），常常是为了你们进入一个所谓的“最好的”学校。就其本身来说是很好的，但是究竟是在为什么而竞争？为了考试成绩而非学习？为了形式而非实质内容？为了声望而非道德？为了确定性而非模糊？为了追随他们的目标而非你自己？

我并不是打算批评父母。毕竟第五课说道：“孝敬父母。”因此要永远记住，就像一首老歌中所说到的：“善待你的父母，要记住大人处于生命中一个与你不同的阶段。”但是至少你们中大一些的人所处的年龄正是承担大部分责任来发展塑造自己的时间。你们中的大多数（即使背景是来自最底层）都是伴随着一些权利而成长起来的（慈爱的家庭成员、食物和住处、和平的社区），这些已经是值得全世界60亿人中的99%羡慕的了。拥有这些恩赐，你们实际上已经是皇室一代。除非你缺少荣耀和人格。

什么类型的人格

在近期《纽约时报》中的一篇文章中，戴维·布鲁克斯说得好：“受过良好教育的年轻人在他们生命中的各个方面受到辅导、教授以及监督，除了最重要的一点，那就是人格塑造，但是没有人格和勇气的话，任何东西都不会持久。”[⊖]什么类型的人格是你所需要的呢？下面某作品中描述得很好：

> 人是什么，你竟顾念他？世人是什么，你竟眷顾他？
> 你使他比天使稍微低一点，却赐给他荣耀尊贵做冠冕……

⊖ 戴维·布鲁克斯，《道德自杀》，纽约时报，2004年11月16日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

敬畏神是智慧的训诲，荣耀之前，必有谦卑。

谦卑和敬畏是神的赏赐，即财富、荣耀和生命。

追求公平仁慈的，就是寻得生命，公义和荣耀。

你生活所在的这个富足的社会并不能很容易地让你具备塑造自身人格的能力。通常人格的塑造需要经历失败、逆境、沉思、决心以及坚定不移，需要找到你的个人世界，但是其也需要荣耀。

在我成长的过程中，我的一个优势就是我要自己去获取所有自己能得到的，你们的一个不足之处就是具有很多财富。因此，请理解圣保罗的警告："那些想发财的人，就陷在迷惑、陷阱和无知有害的私欲里，令人沉在败坏和灭亡中。因为贪财是万恶之源。"但是你不必通过贪财来获得财富，不要忘记就像你之前已经听到的，圣路加的要求："给予谁更多，就必向谁多索取……托付给谁更多，就必须格外向谁要。"因此这个世界会向你们要得更多。

做真实的自己

你将自己来决定你是谁，建立起对那些在生命道路中与你同行或者将要同行的人（父母、兄弟姐妹、朋友、老师、精神导师）的正确期望。怎么去做呢？莎士比亚给出了最好的建议：

最重要的是：做一个真实的自己，

黑夜终是追随着白日，你也必须如此遵行不渝，

这样你便不会欺骗任何人。

因此做真实的自己。做你自己！如果你不是你自己应该成为的那种人（那种你想成为而且可以成为的人），那就让你自己成为一个更好的人。你可以做到的！因为我们中的每一个人，我们自身以及灵魂中都具有成为字典中对于荣耀定义的模范的能力："人格优秀，思想高尚，鄙视卑鄙行为，宽宏大量，对于正确事情的敏锐感觉，以及对于道德的尊

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重。”

为什么要追求荣耀？正如莎士比亚在《查理二世》中所写到的原因：

> 我的荣耀就是我的生命，两者是一体的。
>
> 若取走我的荣耀，我的生命也就结束了。

我喜欢传递这种信息，与我在开始部分中描述的班主任不同，我很开心我起床很早，也很开心去学校。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

DON'T COUNT ON IT

第14章

"知足"[⊖]

下面是对定下我今天谈论内容主题的精彩故事的回忆：在一次由一位亿万富豪在牛尾洲举办的派对活动中，库尔特·冯内古特对他的朋友——作家约瑟夫·海勒说：派对的举办者，一个对冲基金经理，一天所赚的钱要比海勒所著的广为流行的小说《第22条军规》在整个历史上所赚的钱都要多。海勒回复说："是的，但是我拥有他不会拥有的东西——知足。"

知足，这一简单的雄辩已经让我感到震惊，更不必说其与当今美国社会出现的一些重要问题之间的关联性。多数问题围绕着金钱而产生，金钱（是的，金钱）在我们这个"底线"社会，越来越多地成为声望天主以及对男人（及女人）的主要衡量标准。因此，今天早晨我大胆地要求你们这些很快就会被铸造出来的MBA毕业生（你们中的绝大多数都将进入商业世界）与我一起思考"知足"在我们社会商业以及企业家精神中，"知足"在我们经济中金融体系以及"知足"在你选择的职业生涯领域中的价值观方面所扮演的角色。

⊖ 基于在乔治城大学为MBA毕业生获得人文学博士荣誉学位而做的毕业典礼致辞，2007年5月18日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

库特尔·冯内古特喜欢与我们大学生对话。如果我可以在此进行改述的话，冯内古特相信："我们应该在年轻人成为CEO、投资银行家、顾问以及基金经理（尤其是对冲基金经理）之前抓住他们，尽最大努力用'仁慈'来定位他们的思想。"在我今天的演讲中，我会努力用一些仁慈来定位你们的思想。

金融部门的成本

在过去两个世纪中，我们国家的经济从农业经济转变为制造业经济，接着转变为服务业经济，并且现在转变为金融占主导地位的经济。

但是我们的金融经济，顾名思义，会减少生产企业所创造的价值。想一下：当我们的商业所有者享受资本主义体系所创造的分红以及收入增长时，那些金融市场的参与者仅能获得减去金融中介成本之后的投资收益。因此，虽然投资美国企业是一场赢家游戏，但在不考虑成本的情况下战胜股市是一场零和游戏。在减去中介成本之后，把我们所有人作为一个整体的话，战胜股市成为一场输者的游戏。

是的，我们金融系统拿走的越多，我们的投资者获得的就越少，但是金融领域却是当今美国赚钱所在的地方，是我们财富最多的富人的滋生地（如果你在去年赚的钱少于1.4亿美元，你还不够入围对冲基金经理收入排行榜的前25名）。当我们把所有对冲基金费用，所有的共同基金管理费及运营成本，所有支付给经纪公司的佣金及金融顾问的费用，为并购及IPO而支付的投行及法务费用，为了发行金融产品而花费在营销及广告上的成本都加在一起时，我们谈论的是每年大约5 000亿美元的支出。不管股市及债券市场给予投资者的回报有多少，减去这一巨大数额，肯定足以严重地降低我们市民投资成功的概率，这些市民为他们的退休而积攒着储蓄。

但是事实却是金融部门到目前已经成为我们国家企业利润最大的创造者，甚至比我们巨大的能源及健康护理部门的总利润还多，接近生产领域或者信息技术领域的3倍多。⊖

⊖ 声明，2006年标准普尔500企业的营业收入共计7 870亿美元。一些主要领域（以亿美元为单位）：金融，2 150；能源，1 210；健康护理，790；制造与技术各810。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

25年前，金融部门的收入仅占标准普尔500指数公司收入的6%，而10年前，金融部门的收入份额升到了20%，而去年金融部门的利润占到了历史最高27%。如果我们将大型制造商旗下的金融子公司（想一想，举例来说，GE资本或者是通用福特的汽车融资部门）也算入这一总数的话，金融领域的收入大概会超过标准普尔指数企业总收入的33%，但是这一份额可能仍然不会知足，它看上去还会继续增长，至少持续一阶段。

我们正在，或者是看上去正在进入一个不再制造任何东西的国家；我们仅仅是交易纸张，与其他人来回地交换股票和债务，并且支付给金融赌场的管理人真正的财富。我们也因为创造更复杂的金融衍生品而增加了更多的成本，这些衍生品在我们的金融体系中创造了更大的和深不可测的风险。就像10年前伟大的英国经济学家约翰·梅纳德·凯恩斯给予我们的警告："当企业成为混乱投机活动中的泡沫时，后果是非常可怕的。""当一个国家的资本发展为赌场活动的一个副产品时，资本主义很可能已经不能很好地发挥作用。"

曾经，商业在职业中处于从属地位，但财富管理及华尔街已经成为一个职业处于从属地位的商业。哈佛商学院教授拉凯什·库拉纳是正确的，他这样定义一个真正专家的行为："我将为社会创造价值，而不是减少社会价值。"而我们的货币管理部门却明显地减少了我们企业获得的收益的价值。沃伦·巴菲特睿智的合伙人查理·芒格这样说过：

> 大部分赚钱行为都包含着深刻的社会负面作用……随着高成本运作模式变得日益普遍……这种行为加剧了对当前社会的危害趋势，更多的美国标准年轻脑力劳动者被吸引到高利润的财富管理及由此带来的现代冲突中，与那些能为他人提供更多价值的工作是明显不同的。⊖

职业生涯的标准

但是我并不是告诉你不要进入财富管理这一高利润行业。只是，我

⊖ Charles Munger,speech before the Foundation Financial Officers Group,Santa Monica, California, on October 14,1998.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

提供三条标准供你思考：

第一，如果你真的进入这一行业，请睁大你的眼睛，认识到任何减少客户价值的企图，有些时候可能是更加棘手的行为，因为其有自动引爆装置。在华尔街有这样一种正确的说法，“金钱无良知”，但是不要因这个事实而忽略自己的良心，也不要因此而改变你自身的行为和人格。

第二，当你开始投资，希望几十年后有足够的财富去享受退休生活时，请选择能最小化因金融市场而减少企业所带来的收益的方式。也确实是一种自我服务⊖的建议，我建议投资到低成本的美国及全球股票市场指数基金，这也是能保证从金融市场所能提供的收益中获得公平份额的唯一方法。

第三，不论你选择了什么职业，请尽最大努力去尊重该职业的传统价值观。这些价值观现在正被很快地侵蚀，在这些价值观中，服务顾客总是最重要的，而且不要忽略社区、国家及世界的最大利益。正如威廉·佩恩所说的，我们只会在这个世界上走一遭，因此请从现在开始做任何你能做的好事，表现出任何你能表达出的仁慈，因为我们不会再次经历人生这条路。

大多数毕业典礼上的演讲者喜欢引用某一杰出哲学家的话来总结自己的观点，我也不例外。现在我想让你们这些MBA听听下面的话，由苏格拉底于2500年前挑战雅典公民所说：

我尊重和爱着你们；但是作为这个伟大和强大国家的公民，为什么你们一心关注积累起更多的金钱、荣誉和名声，而很少关注智慧、真理以及灵魂的最大升华？你们难道不为此感到惭愧吗……我仅仅是想劝说你们，不要仅仅寻思你的个人及财富，首先而且最重要的是去关注灵魂的最大升华。美德不是金钱所能给予的，而在美德的基础上，可以获得金钱以及个人的其他利益。

⊖ 之所以说自我服务，是因为我于1975年创立了世界上第一只指数共同基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

让我回到库尔特·冯内古特的故事再结束今天的演讲，当我最终观察这个故事时，其变成了一首诗，其令人愉快，也甚至变得更好：

真实的故事，人格担保：
约瑟夫·海勒，一个重要和有趣的作家
现在已经逝去，
当时我在由一个亿万富翁在牛尾洲举办的派对上。
我说："约瑟夫，你有什么感觉，
如果你知道我们的组织者在昨天赚的钱
可能比你的小说《第22条军规》在整个历史上赚的钱还要多。"
约瑟夫说："我拥有他不会拥有的东西。"
我说："你到底拥有什么，约瑟夫？"
约瑟夫说："我知道我已经知足了。"
很好的回答！安息！[⊖]

但是，我们还没有到该安静休息的时候，或是以其他任何方式休息的时候。在你面前的是光明的未来，那里有全球性的工作亟待完成，而且那里始终缺少拥有坚定信念、勇敢个性、聪明头脑和理想主义灵魂的人去做这些工作。的确，我们的世界已经有足够多的枪支、老生常谈的政治问题、自负、虚伪、自私、势利、浅薄、战争以及上帝站在我们这一边的确定性。然而，从未有过充足的良心、忍耐力、理想主义、公正、同情、智慧、谦逊、自我牺牲、正直、礼貌、诗意、微笑以及在物质和精神上的宽容。这些都是我鼓励你们加入到事业中的元素，同时记住生命这场伟大的游戏并不是关于金钱，而是关于尽你的全力去让世界焕然一新。

今天，我就言尽如此。

⊖ Kurt Vonnegut, "Joe Heller," *New Yorker*, May 16, 2005.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

DON'T COUNT ON IT

第15章

如果你可以相信自己……[⊖]

对我来说，有机会和你们这些罗克斯伯里拉丁学校的年轻人演讲是特殊的荣幸。我非常需要告诉你们，你们的学校被誉为是美国最好的学校之一（有些人认为就是最好的）。我尤其骄傲的是你们的校友，我的孙子，与我同名的约翰·博格三世现在也在听众中。

无论你相信与否，朋友们，我们有很多共同之处。我曾经也和你们同龄——是的，曾经七年级，最后十二年级，有太多关于那时的回忆浮现在我现在的脑海——我的同学的记忆，尤其还有老师的记忆，他们被我描述为"有性格的角色"。他们要求我们男孩子不仅要学习，并且要求我们创造价值，并形成我们每天都目睹的一类性格。我敢肯定，你们正在经历同样的事情。

还有，像罗克斯伯里拉丁学校一样，布莱尔学院，我最后的两年是在这个新泽西州顶级的学校度过的，它是一个男校。所以为此，我在普林斯顿大学（我猜我应该说"全是男人的学校"）度过了接下来的四年。我爱这些学校，布莱尔学院和普林斯顿现在联合培养，我希望，在可以

⊖ Based on an address to the student body at the Roxbury Latin School,Roxbury, Massachusetts,on March 30,2009.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

预见的未来，男校和女校会为我们的年轻人保留选择权。

任何在男校演说的场合，给了我一个机会，那就是引用我最喜欢的诗，那是关于成为男人的诗。我的主题是引用那首诗的一个简单的句子："如果你可以相信自己……"那么现在，相信在你自己内心和灵魂中的是真正伟大的想法。但我直到约15岁才意识到，我父亲对我读了这首我永远都不会忘记的诗，英国诗人拉迪亚德·吉卜林写于100多年前，标题为"如果"

你们许多人可能已经知道这首诗，但既然它是非常短的诗，我想读给你们听。

如果

如果周围的人毫无理性向你发难你仍能镇定自若保持冷静，

如果众人对你心存猜忌你仍能自信如常并认为他们的猜忌情有可原，

如果你肯耐心等待不急不躁，
或遭人诽谤却不以牙还牙，
或遭人憎恨却不以恶报恶，
既不装腔作势，亦不气盛趾高。

如果你有梦想，而又不为梦主宰；
如果你有神思，而又不走火入魔；
如果你坦然面对胜利和灾难，对虚渺的胜负荣辱胸怀坦荡；
如果你能忍受有这样的无赖，歪曲你的口吐真言蒙骗笨汉。
或者看着心血铸就的事业崩溃，仍能忍辱负重脚踏实地重新攀登。

如果你敢把取得的一切胜利，为了更崇高的目标孤注一掷，面临失去，决心从头再来而绝口不提自己的损失；

如果人们早已离你而去，你仍能坚守阵地奋力前驱，身上已一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

无所有，唯存意志在高喊“顶住”；

如果你跟平民交谈而不变谦虚之态，
抑或与王侯散步而不露谄媚之颜，
如果敌友都无法对你造成伤害，
如果众人对你依赖有加却不过分依赖，
如果你能惜时如金利用每一分钟不可追回的光阴；
那么，你的修为就会如天地般博大，并拥有了属于自己的世界；
更重要的是：孩子，你成为了真正顶天立地之人！

许多年以前，我把这首诗读给我自己的两个儿子听（包括约翰的父亲），以免他们忘记它的内容，我复制了一份并镶框给他们。随着时间的流逝，我希望我的儿子会读给他们的儿子听，也就是你们的同学。如果你们其中任何一个想要读它，只要通过在网上搜索即可得到。更好的是，你可以听到吉卜林亲自读这首诗，在他去世前的1926年的电影中。如果你喜欢网球，去YouTube听被费德勒和纳达尔引用的这首诗，后面还有他们精湛的运动画面（是的，即使在我那个年代，我也使用搜索引擎，访问YouTube，你们甚至可以在那里找到我）。

当然很多事情发生在100多年前，距离创作《如果》的世界已经发生了翻天覆地的变化。但吉卜林表达的思想是不变的，所以，我今天试图做的就是把《如果》中的一些词句关联到我自己的生活和工作中，关联到处理我们公民今天面对的全球金融经济危机，这是自20世纪30年代早期大萧条后的最差情况。

反思我的职业生涯

我对校长对我的慷慨介绍表示感激，我感到有责任实事求是地介绍我自己的生活和工作。我是一个非常普通的人，有幸得到适当的智力、超级好的运气、看到了我的潜力并要求我实践的老师和导师，还有（抱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

歉有些自夸）有力的决策，使得我在世界上取得成功。

还有部分幸运，当然就是“出生在美国”。另一部分运气，可能会让你们惊讶，就是我家的财富已经在大萧条时期消失。当人在年轻时代不得不工作的时候，你就会学会负责任，学会遵守命令，学会和所有来自不同背景的人一同工作——按吉卜林的话说“和民众交谈”，“不丧失平易近人”，带着完全无价的祝福从中学走向大学走向职场。

当我进入布莱尔然后加入普林斯顿，我得到了全额奖学金，可以覆盖到我的学费，我还在做苛刻的浪费时间的工作来赚钱付房租和餐费。我的学术生涯最伟大的突破发生在1949年12月，那是我偶然在《财富》杂志上发现一篇文章，描述的是那时还很小的共同基金行业。这点小幸运改变了我的人生，因为我立即决定共同基金将成为我论文的主题，这为我现在近58年的基金领域的职业生涯奠定了基础。

简单而言，我的125页的论文评价了基金行业，并发现了它需要理想主义。我认为共同基金应该仅仅以股东利益为出发点，在“最诚实、有效、经济的方式下”。我也曾告诫共同基金“不应承诺优于市场平均”(股票基金经理不可能打败股票市场)。

这篇论文让我进入了基金行业。1951年我毕业以后，我最伟大的导师沃尔特 L. 摩根喜欢这篇文章，并给我一个在他刚创立的惠灵顿基金的工作。到1965年，在我青葱的35岁的年龄，我管理这家公司。但是，我冲动地进行了一场不明智的并购，1974年我的新伙伴加入这家被我认为是“我的”公司并解聘了我。是的，这是段令人不高兴的经历。但是，我从中学到了一些关于怎样“面对灾难”的教训，并快速意识到我应该处理我自己的灾难，用吉卜林的话说，作为“骗子”，仅仅是一个多出来的障碍横在面前有待我去克服。

所以，我利用我被解雇这个高度隐藏的机会成立了一家新的公司，这家公司的创立是基于那些我在论文中表达的理想主义原则。（就像说的那样，“如果有人给你一个柠檬，做成柠檬水”，是的，那不是吉卜林说的。）我把这个公司命名为先锋，经营了22年。我们的政策是基于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最忠诚的披露、有效的管理，最重要的是节约的运营［记住那些词（“忠诚、有效、节约”）是摘自我的论文？］。我们选择独一无二的、非试验性的、真正多元的结构，我们通过让基金持有者拥有我们基金的方式减少利益冲突；我们将成本控制到最小的程度，目前是该领域最低的，数年来为他们节省了数百亿美元。如果我们的基金管理同仁不能打败市场，我们可以创造一个“市场基金”打败我们的基金管理同仁。当然，它确实做到了，我们创造的第一个指数共同基金现在已是全球最大的基金。

令人瞩目的先锋上升成为该领域无争议的领导者，通过我们为持有者提供的较高的回报和他们承受的极小成本，以及我们的持有者给予的全然信任，这很容易被描述为“成功”。但是我们不能忘记吉卜林含蓄的警告，“如果你坦然面对胜利和灾难，对虚渺的胜负荣辱胸怀坦荡”。在我职业早期和灾难冲撞之后，对我来讲很容易理解胜利，它也是一个骗子。请意识到专注于未来可能的挑战才是今天应该做的，比回首整理过去更值得。

成立一家创新类型的基金公司，公然蔑视了传统的智慧。成立一只创新类型的基金同样如此，不能在市场上交易股票，只能买股票市场上所有的股票——拥有这个叫美国的公司，并永久持有下去。世界怀疑这个叫做先锋的新公司能否实现目标。事实上，指数基金长达几年被称为“博格的闹剧”。(但现在不再如此称呼了!）所以是的，“当所有人都怀疑你”，就像吉卜林所说，简单地“相信你自己”。当机会来了，不要忘记应门。

反思当今的金融危机

在我们当前的金融经济危机中，先锋的简单策略突显出它的优势。在基金行业现今深深陷于激进的投资风潮所带来的麻烦和阶段性的丑闻中，而我们的公司仍维持着活力、健康和质朴。事实上，大部分当今的危机的源头是金融部门的失败，这些我已经在我早期的论文，以及在最近出版的第七本书中描述过，2008年11月出版的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在《知足》中，我警告过多的成本和不足的价值；过多的投机和不足的投资；过多的复杂和不足的简单；过多的审判和不足的信任；过多的销售和不足的管理；甚至过多的21世纪的价值和不足的18世纪的价值——那些被伟大的哲学家《理性的时代》所示例的价值（像卢梭、亚当·斯密和汤姆·潘恩等）他们轮流塑造着开创者的思维，尤其是华盛顿、杰斐逊、麦迪逊、富兰克林和汉密尔顿。所有的这些人都轮流站在早期巨人的肩膀上，像苏格拉底、柏拉图和亚里士多德。（他们中的一些人的照片可能已经被挂在你每一天经过的大厅里。读读他们的话！思考他们的话！效仿他们的智慧！）

是西方文明的这些巨人的价值鼓舞我（是的，就像你们知道的，死者教活[⊖]）说出我们的公司领导者、货币管理者、监管者和立法者的道德缺点。我们指的是华尔街已变成一个赌场，在这里瞬间内巨大的股价变化被视为本质上是现实的，而不是短暂的错觉。想想当今所有的狂热交易仅仅是一个投机对另一个投机，赢者仅仅是庄家——交易员、经纪人、投资银行家，以及为他们提供便利的资金管理者。如果这些不可否认的事实让你想起在拉斯维加斯赌博，或者赛马，或者彩票中头奖，那么你会知道我的意思。

股票市场这个赌场已经变得异常巨大（而且高成本），对严肃的商业投资是一种分心。贪婪、鲁莽、自私充斥着当今的资本，是该开始对联邦法律进行必要的改革了，要求授信人职责和管理回到传统的信托角色上来。这是我的梦想。但是在这种情况下，我坦白，我没想遵从吉卜林的话，因为梦想主宰了我。（我并不为此道歉！毕竟，几乎所有的规则都有意外。）

但是，当危机主要源于华尔街，那么它就应该承担主要责任。我相信你们当中很多学生的父母曾经因为股票崩盘或者经济的严重萧条而被套牢。这并不好受，但我希望他们坚强，学会吉卜林的话“坚守阵地，奋力前驱”，并且“坚持”到危机最后减退，我们的国家重新向

⊖ 罗克斯伯里拉丁学校徽章上格言的翻译，原文是morui vivos decent。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前——我们会的，并且当你在生命中“看着心血铸就的事业崩溃”（那些发生在你们和你们家人中的事情），记住“忍辱负重，脚踏实地重新攀登”。

演讲结束语

让我最后为你们总结教训，不妨引用以吉卜林诗的最后一句：

> 如果你能惜时如金利用每一分钟不可追回的光阴，
> 那么，你的修为就如天地般博大，并拥有了属于自己的世界，
> 更重要的是：孩子，你成为了真正顶天立地之人！

今天，地球正如从前一样，需要具有远见和智慧的领导者，你们都有机会就在这里，你们卓越的学校发展这些远见和智慧，也许你们甚至没有意识到，随着不断成熟，你已经开始在罗克斯伯里拉丁学校发展。你可以帮助（你必须要帮助）让我们的世界更美好。所以，每天都要尽你们的全力，培养那个针对你们的信念：“坚持”。坚持你们的价值，坚持过充实而积极的人生，做对你们的家庭、学校、社会和国家有意义的事情。

尽管你们都不是我的儿子，只有一个是我的孙子，但是，让我此刻权且把你们都看成是我的儿子。所以，我最后冒昧要求你们每个人活出自己的生活，在你们面前最精彩的十年中给自己留下最美好的瞬间。掌握你们自己的道路，用你们自己的步伐、自己的价值、自己的头脑和自己的人格。相信你们自己，只有相信自己，才能值得赢得别人的信任，才能过上值得被尊敬的生活。然后，我向你们保证，罗克斯伯里拉丁学校的年轻人们，“你们将会是整个世界，一切都在其中”，而且“孩子们，你们将是真正顶天立地的人！”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

DON'T COUNT ON IT

第16章

第五个“永不”[⊖]

有一个很精彩的故事（甚至让我怀疑它的真实性）[⊜]它是我今早对三一大学2010级演讲的重要部分，在你们引以为豪的大学的第184次毕业典礼上。这是一个在20世纪60年代初英国前首相温斯顿·丘吉尔访问哈罗公学期间发生的故事，它被认为是大英帝国的狮子回到了他在1893年毕业的场景。

随着时间的推移，丘吉尔步入了80岁（他感到身体虚弱、消瘦，甚至开始驼背），他回到学校参加开学典礼，打着白色领带，与学生和教师正式见面。在晚宴结束时，有人问丘吉尔是否能给大家说几句话。他站起身，停顿了一下，然后说：“永不放弃，永不，永不，永不，永不，永不。”然后他坐下，紧接着是雷鸣般的掌声。

这就是我今天想传递给你们的一个简单道理，当你们进入现实社会中，面对人生的困难时，我要告诉你们：永不放弃。我尤其喜欢上句中第五个“永不”，不是因为它是最后出现的，而是因为它奇妙地隐喻着，

⊖ 本章在三一学院的一次开学典礼的演讲基础上撰写，2010年5月23日。

⊜ 丘吉尔的传记引用了一篇在哈罗学院的1941年名为“永不放弃”的演讲。传说他在20年后又回来了，但这一点从来没人证实过。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在我们的人生中，我们无数次面对坎坷，走错了方向，我们不得不用尽全身精力，去挽救生活，挽救事业，坚持原则，获得赞美和找回自我。

丘吉尔的一生就像是一场战斗，他所有的“永不”一定获最高分。他在印度、在苏丹，还有在布尔战役中，被捕后又越狱逃走。在第一次世界大战中，他的海军大臣职位也在经历了灾难性的加利波利运动后被推翻。在几十年中，他进进出出议会办公室，直到1940年，就任英国首相。之后在第二次世界大战中，他的意志、精神和永不放弃的决心感染着英国人民，最终在1945年迎来了盟军的胜利。可就在那年年末，他在议会选举上失败，可是他永不放弃，就在1951年，他再次就任首相。在这个时期，他还编写了第六册《第二次世界大战》以及第四册《英语国家史略》。

在1953年，他获得了诺贝尔文学奖。无疑温斯顿·丘吉尔用自己的一生给我们树立了榜样。这位伟人永远不曾放弃过。

美国的历史上也不乏英雄，他们用一生来面对逆境克服困难。想想我们最喜欢的开国元勋——亚历山大·汉密尔顿，他出生在西印度群岛尼维斯，约翰·亚当斯形容他是“乳臭未干的苏格兰小贩的私生子”。但他一跃成为乔治·华盛顿的左膀右臂；在约克镇时，成为革命战争时期取得最后胜利的英雄，成为我们的第一任财政部长。很遗憾汉密尔顿在艾伦伯尔决斗中被杀害，享年49岁。尽管他没能挺过来继续奋战，但他卓越的思想却永远留给了我们。一位伟人可能会离开人世，但他的思想将永存人间。

还有哈弗福德的地方英雄也正是如此——马克·吐温的一生都笼罩在悲剧的阴影之中，但他也从来没有放弃过。他的弟弟因汽船爆炸而死亡，他的妻子和他三个孩子中的两个女儿的过早死亡使他深受打击。他用自己辛辛苦苦写书赚来的钱投资了一项失败的发明；他投资制造自动排字机也因失败而破产，尽管他的《尤利西斯·格兰特回忆录》（讲述一个人永不放弃的经历）的出版取得了商业上的成功。面对个人和职场上的挫折，马克·吐温一直保持着他的幽默感，不停地写作，从来没有放弃过。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

像那些历史上的巨人，即使我们这些平凡的人也会面对逆境和失败，永不放弃。这是怎样的一种精神？我想就我自己而言，这要从我亲爱的母亲一遍遍读“勇敢的小火车头”给她的小男孩讲起：“我想我可以(越过那座山)，我想我可以，我想我可以。”从那时起，“我知道我可以，我知道我可以，我知道我可以。”这种精神在我早期的学术斗争中给予了我力量——也许你们中的某些人可以想象到，在布莱尔学院，我的第一次代数考试得了40分，然后在普林斯顿大学，经济学的一个D将威胁到我的奖学金以及我是否能继续留在学校。但我从未放弃，接着赢得了更好的成绩，并以优异的成绩顺利毕业。

同样是这种精神支撑着我，使我能够坚强地面对病魔的挑战。 当医生告诉这个只有31岁的男子，他患有先天性心脏衰竭，几乎不可能活到40岁生日那天的时候，我除了与病魔奋战到底以外别无选择。在随后的40年间，尽管遇到过七八次心脏病发作，但我始终以自己的方式在坚持。(收回那句话吧，不是说我活不到今天吗！）但那时，我心脏的一半已停止泵送。唯一的希望是做心脏移植手术。

在医院等待了128天之后，通过静脉注射药物维持着生命，强大的精神支撑着虚弱的身体，永不放弃，就在1996年2月21日，新的心脏到了。这种第二次生命机会奇迹般地发生了，虽然在过去的几年中一直要面对病魔的折磨（终究，我现在的年龄和丘吉尔在哈罗做演讲时一样)，但我反应很简单：如果多给你14年的生命用来挥霍，到处发牢骚并不是好主意（请原谅我选择这个粗鲁的单词，但“抱怨”这个词显然不能表达我的意思！）

在过去几十年的病魔折磨下，我的职业生涯面临着巨大的挑战。被解雇并不是一件有趣的事情（我很抱歉地说，你们中的某些人，将来也会有同样的遭遇)，但这正是我在1974年1月时所遇到的，就在我做了一个笨（甚至愚蠢的）决定的八年之后，当时我在兼并的那家公司担任主管。企业强权政治打败了常识；并购失败，我也丢了工作，但你也许会怀疑我是否应该放弃。1974年9月，我创建了一家新的公司，以先锋命

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

名，于是重新开始工作。我告诉身边的人，我将以我过去那种状态来对待新的工作，满怀热情。

我在先锋上注入的主要思想和价值遭到过怀疑、责难甚至对立的质疑。但"永不放弃"的态度支持我走向了成功。

我们采用以运营成本计算这种独特的组织架构，现在每年为我们的投资者和股东节省上亿美元的开销。我们创建了世界上第一只指数型共同基金（只持有标准普尔500指数中包括的所有股票）；开创了直接向投资者进行市场营销的方式（减少了8%的沉重销售佣金）；同时设计了债券型基金的新投资管理策略和具有合理避税的投资产品。

就像所有的新产品一样，这些新概念的产生通常伴随着以下反应：第一，"它将永远不会成功"；第二，"它能成功，但这个全凭运气，并且经不起时间的考验"；第三，"显然它能成功，我早就知道"。但总体来说，这些新的想法，无论是好是坏，都使我们公司成为了世界上最大的共同基金管理者。所以，即使是我们当中最平凡的思想，在特殊的环境以及强大的决心下，都可以帮助建立一个更美好的世界。只要我们拒绝放弃。

这一切对你意味着什么，三一大学2010级的先生女士们？首先，我毫不怀疑你们中的每一位同学都曾经面对失败不言放弃，满怀信心地坚持着自己的梦想。在你们将要走进的这个世界里，离开了与世隔绝的城墙，未来的挑战很可能会更大更多。我国的经济尚未恢复到从前，失业率连续维持高位，找到一份工作是很艰难的（毫无疑问你们是知道的）；在荒诞泛滥的债务担保下，全球金融体系的基础是脆弱的。游说者的吹嘘和频繁的更改意见严重阻碍了我们国家的政治进程。

在我们的金融市场中，愚蠢的短期投机已经较明智的长期投资而言占据了优势地位。（我们为什么不能听取马克·吐温的警告呢？"在两种情况下你不应该投机：当你能负担得起时和当你不能负担得起时"），所以我将继续为金融改革而努力，努力让华尔街的投资者获得更大的收益，而不是让华尔街上那些金钱交易者贪婪地吞噬巨大的回报，无论是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通过正当手段还是不正当手段。所以，即使在我晚年时期，我也要继续为了建立一个更好的金融体系而努力。

显然，你的职业生涯、你将面临的挑战和你的战场将不同于我曾经面对的，但我相信你们也能最终实现理想。你们这一代是我们民族未来的希望，你们还有很多任务要完成，这个社会已经被严重破坏了，现在正好是你们修复它的大好时机。

无论你追求的是什么，你都有责任为建立一个更美好的世界而出一份力。但不管你的决定是什么，你生活在怎样的潮流中，都要问心无愧地做一个好人，做一个积极向上的人，让身边的人以你为榜样。当遇到阻碍的时候，也要坚持自我，永不放弃，永不，永不，永不，永不，永不。

不要忘记这五个“永不”，相信有一天你一定用得到它们。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

DON'T COUNT ON IT

第17章

“当一个人觉醒”[一]

首先，衷心祝贺在座的每一位同学圆满毕业。我能想象，以赛亚·文森特·威廉姆森，这位苏格兰人，120年前创建了这所学校，在这个阳光明媚的下午，也许他正在上空看着你们，安静地看着他的61位孩子。你们手中的毕业证书证明了你们坐在教室听课，成功地完成了所有的学业，从现在开始，你们将跨入人生的另一个阶段。

你们不再是小孩子，你们成年了，在未来漫长的人生道路上，你们每个人都将觉醒，很遗憾，你们将用到这个词。这就是我今天要讲的主题，题目的灵感来自1901年伍德罗·威尔逊写的一篇文章《当一个人觉醒》，不久之后，他成为我的母校普林斯顿大学[二]的校长。随后在1912年，伍德罗·威尔逊成为美国第28任总统。

什么时候一个人会觉醒？什么时候你开始认识你自己？什么时候你能在社会上找到自己的立足点？其实这些问题没有固定的答案，每个人都有自己的人生安排。你们中的有些人已经走到了那里，但大部分人还

[一] 本章在一次富力机械学院的开学演讲的基础上撰写，宾夕法尼亚州，2009年5月28日。

[二] Woodrow Wilson, *When a Man Comes to Himself* (New York:Harper &Brothers, 1901).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将经历很多年才能到达那里；有些人会在某一个时刻突然转变，有些人可能在不知不觉中到达；就像威尔逊说的，“有些人永远不会觉醒”，也许他们很悲哀，永远在社会中找不到自己的位置，也许悲剧地感到人生苦短。但你们已经在这个美丽的校园里掌握了足够的技能，你们在无私奉献的老师和导师的熏陶下，接收到以赛亚·威廉姆森学校服务社会的办学理念，所以我深信未来的世界将是你们的。

威尔逊提到觉醒不在于时间，而在于心灵历程。我引用威尔逊的话：

事实上，平时人们在生活中，相互帮助，相互鼓励，相互竞争，都在给每一个个体生命创造觉醒的机会，让生活变得更充实更完整……在你寻找自己的潜力和位置的时候，如果你聪明寻找，仔细发现，你会心情愉悦，视野更加开阔。你会找到自己，仿佛雾气在你面前消逝，最后你能看清周围的一切，无论人或事。[⊖]

很可能就是因为以赛亚·威廉姆森在未成年时期就已经觉醒，所以他成为了一个了不起的青年。据他的传记作者，约翰·沃纳梅克（是的，就是那个费城的商人王子），年轻的以赛亚是“聪明的，热心的求学者，一个承担了成年人的工作的小男孩，从不厌倦，从不缺席，从不无所事事；一个有着男子气概的小伙子，有着良好的品德，正直的，勤劳的；一个全身心投入到自己的工作和生活中的小伙子”。沃纳梅克然后进一步描述以赛亚：“公平的、脾气好的、节俭的、谦逊的，还有绝对值得信赖的。”[⊜]请问还有更好的标准来诠释你们这位觉醒的传奇创始人吗？

工作……交易……金融

我一直很佩服工匠，他们用自己的双手和智慧工作着，通过他们的才能和手艺给我们平淡的生活增加了许多色彩。你和你们的同龄人（那些走在你们前面或者将要跟随你们脚步的，那些学会了如何交易的）都

⊖ 在这段引用中，我冒昧将威尔逊使用的第三人称换成第二人称。

⊜ John Wanamaker, *The Life of Isaiah V. Williamson* (Philadelphia: J.B. Lippincott, 1928).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在给这个社会创造着财富。当然，你们是我们国家的中坚力量，你们应当为学习了这些马上就能用到的交易知识感到自豪。我们这些从事金融行业的正处于非常时期，因为毫无疑问地说，金融业正在为社会减值。

这个结果是如何产生的呢？当然信贷是整个经济的核心。资产流动性——使得想获得公司未来现金流的投资者，可以向希望获得资金而放弃某些权利的企业，购买股票——这是很重要的。金融业最基本的职能就是让具有有效价格的股票在市场上交易。但金融机构最重要的作用是在买卖双方交易中充当中间人，这些交易是投资者之间的竞争，不可避免地使有些交易成为零和游戏。但只要经纪人、交易员、银行家、资金管理者这些金融界坐庄的人的交易成本从中扣除，整个股票市场就是个输家的游戏，所以说金融业使社会减值。

一句英国谚语说得好[⊖]：

> 有些人用自己的双手在自然界谋生，
> 这叫工作；
> 有些人通过那些用自己双手在自然界谋生的人来谋生，
> 这叫交易；
> 有些人通过那些用自己双手在自然界谋生的人来谋生的人来谋生，
> 这叫金融。

所以，是的，我承认那些在为这个世界创造财富的人们靠他们的双手在自然界谋生，而作为你们毕业典礼的演讲者的我已经选择了自己的生存方式，不是这种实际的劳作，而是金融。但我对自己在这个领域上不断做的交易感到尴尬，有太多的领导者为了使经济重回正轨，承受了太多的责任，甚至不惜把个人财富放进去不断交易，制度宽松，冒了很大风险，当然不是他们自己的财富，而是其他人的资金；甚至成功游说减少了那些曾经一度很好服务投资者的规章制度。

⊖ 我在原文中加上了“用他们的双手”，出处不明。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与制度较量

但我向着一个不同的方向前进。我在挑战整个金融系统，尽我最大的努力来完善它——为投资者创建一个更好的投资环境。先锋，我35年前创建的这个公司，曾为了给投资者提供服务，而不是为我们自己服务的。这个共同基金独特的组织架构是：我们的基金股东实际上拥有这个基金管理公司。我们采用以运营成本计算这种独特的组织架构，现在每年为我们的投资者和股东节省上亿美元的开销。简而言之，我们在金融领域的崛起是因为：①正确的架构；②正确的计算；③正确的策略。

我们核心的投资策略是指数型基金——一种最多包含整个股票市场（或者整个债券市场）的基金。由于这种策略只需要最低的运营成本，这就保证了我们的股东能够获得整个股票市场（或者债券市场）长期的投资回报。指数型基金，可以认为是一种你们未来职业将要用到的最普通的练习。

想想这个，一本2005年的书，《功率、速度和形式：工程师与20世纪的建设》[一]，最好的工程被形容为体现“高效，经济和优雅”[二]——一种非常巧妙的简单性和有效性，这些都是指数型基金的特征。它是声名狼藉的“金融工程”的对立品，“金融工程”产品成本过高，过于复杂，其猖獗的投机最终导致了全球金融危机，使得华尔街变成人们在大街上唾骂的对象。同时，现在指数基金被认为是世界上最大的共同基金。[三]

目前，“先锋者”模型还没有被复制，我们在这个领域仍然是一个改革者。我们愿意付出努力，以我们的管理闻名，而非销售；以我们的经营闻名，而非营销；以我们的长期投资闻名，而非短期投机。在这个意义上，我们同以赛亚·威廉姆森是一致的，他通过自己的努力用自己的财富做投资，而不是投机活动。

㊀ David P.Billington and David P.Billington Jr.(Oxford University Press,2005).

㊁ 事实上，在我1951年普林斯顿大学的论文中，我认为对冲基金应该以一种“尽可能的有效、经济和诚实的方式”来运营。如果将诚实理解成一种优雅的话，其实我们的思想是相同的。

㊂ 我们先锋500指数基金的总资产规模为1 250亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

劳动和资本

当资金用来从事投机活动而不是真正的投资，社会中劳动和资本的关系将遭到破坏。当然，亚伯拉罕·林肯提醒过我们，资本有自己的权利，这需要保护；财产是劳动的成果，是积极的东西。这一理念与西奥多·罗斯福产生了共鸣。在1910年，他引用林肯的话，并补充道：

使机会均等，禁止特权，并给每一位公民相同的个人权力和共同财产的权利……他能获得的最好的服务……我们应当容许公民赚取财产，只要这些财产是通过造福社会的方式得到的……对于收到的每一美元，都应当代表一美元价值的服务——不是在股票市场中的赌博，而是提供的服务。㊀

“不是在股票市场中赌博，而是提供的服务”是一个很好的标准。然而，在当今社会，我感到奇怪的是，人们正在逐渐走向一种趋势，过高地估计了金融业管理人员的作用，同时低估了那些真正在工作和贸易的人。最近一本叫《工匠》㊁的书，解释了你们做的有价值的工作：“决策是思想……手头的工作能反映你大脑的思考……学习如何让人把工作做得更好……学会如何自律，以变成好公民。”㊂你们这些威廉姆森新的毕业生应该已经认识到作者提到过的一些精髓：

如何在自主和权威之间达成平衡；如何避免与不可抗拒的力量产生冲突，并且和它们一起工作；如何用最少的力量完成任务；如何用赞同的眼光来看待人和事物；最重要的是如何付诸行动。

所以无论是在你的加工车间，或者在砌筑店，或在你的木匠店或画

㊀ Theodore Roosevelt,“The New Nationalism,” speech delivered in Osawatomie, Kansas, on August 31,1910.

㊁ Richard Sennett, *The Craftsman* (New Haven,CT:Yale University Press,2008).

㊂ 让人觉得好奇的巧合是，同样的思想在5天前的《纽约时报》的一篇文章中也出现了。在《用你的双手劳动的情况下》中，马修 B. 克劳福德指出了有关工匠的同样观点。“工作的内在满足感才是重要的，而不在于你的能力的体现”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

室，或电厂，甚至在你的花园——你这位年轻的木匠都已经学会了什么才是最重要的东西，不仅在工作中，而且在生活中。当你觉醒时，你将学会更多的东西。

在他写文章的这些年中，伍德罗·威尔逊意识到这个特殊的时刻，就是代表你们毕业的这一刻：

对大多数人来说，自我觉醒是一个缓慢的过程，是生命中每个阶段点点滴滴积累起来的。学校里的学生认为大学毕业是第一个转折点，走出男孩的生活，进入成年人的生活。你曾经用男孩的标准来衡量自己……但这个世界对你的期望是什么？这是你需要搞清楚的并且往这个方向努力的。当你发掘出自己行动和思想的方向，你的训练将不是一种装饰品或个人的满足，而是用自己的能力获得更大的收益，发掘值得运用的天赋。得到并证明了完美生活秘密的人，已经揭示社会和个人福祉的秘密，不仅发现了服务社会最好的办法，还有可以让自己快乐和满足的方式。最后，事实上，就是有自我觉醒。

当然，只有当你发现自己最好的地方时才会觉醒，当你完成自己适合的目标时，你才内心满足。只有这样，你才会知道自己的实力，知道你心里到底想要什么。没有一个有想法的人会走完一生，会有时间或空间去回头看，没有人会知道和承认你是在无私地为他人着想，也没有其他什么东西能让你在回顾中得到满足。

所以，从今天开始，你们的生活开始了，我能看到你们每个人的实力、耐力、决心、智慧、分享和创业的精神，以及你们对一切新鲜事物的激情，你们会在未来的工作中做得很好，我为你们感到骄傲。接着，你们会觉醒。我对你们的期望就这么多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

DON'T COUNT ON IT

第四部分

英雄和导师

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

无论有人多么幸运，可以在一生中取得成功，他都不可能是独自一人成功的。在本书的最后一部分，我要向激励我的多位导师致敬，他们帮助我树立了自己的准则和价值观，帮助我沿着生活的道路不断前进。在随后的几章中，我将会介绍以下四位特殊的英雄。

沃尔特 L. 摩根，我伟大的导师。他于1928年建立了惠灵顿基金，1951年雇用了我，1967年委任我管理公司（详见第18章）。

保罗 A. 萨缪尔森，诺贝尔经济学奖获得者，被称为20世纪最重要的经济学家。我们的第一次会面可追溯到1948年，指数共同基金一直是我们讨论的核心内容（详见第19章）。

彼得 L. 伯恩斯坦，经济学家，战略投资家。他有多本著作，是金融领域智力超群的伟人之一（详见第20章）。

伯纳德·雷恩，医学博士，康复医师的模范。他充满了创造力，是世界著名的心脏病学专家。他的细心照顾使我顺利度过了与心脏病魔不断斗争的34年，也是最关键的中年时期的34年（详见第21章）。

如果没有以上几位的帮助，我无法取得现在的成绩。他们每一位都给予了我勇气，使我能继续自己的职业，与指数抗争，一生追求提高自己的智慧，以及完成自己多舛的命运。但他们若本身不是个人诚信的支持者、真理的追寻者，他们也不会成为我敬仰之人。（当然，与他们相处也非常的愉悦。）的确，他们的一生漫长而多产［从89岁（并仍旧健壮）到100岁］，这也代表了某种形式的“好人有好报”。

其他的英雄

我的职业领域，很遗憾地说，并没有太多的英雄。但是，在我的职业生涯中，有足够多的英雄改善了我的性格特点，我很荣幸能和他们相识，能和他们一起工作。[⊖]若我没有结识摩根先生、萨缪尔森博士、伯

[⊖] 在第9章，我提到了许多先锋集团的英雄们。但是在一家公司从无到有的过程中，根据定义，导师应该是不多的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

恩斯坦先生和雷恩博士的话，那将会是个巨大的损失。尽管这些英雄是在不同的领域有所成就得，但他们共同的高尚品格和无懈可击的正直诚信一直是我在努力效法的。

第一位导师

詹姆斯 P. 哈林顿（普林斯顿，1949年）和菲利普 W. 贝尔（普林斯顿，1946年）：詹姆斯是我的第一位真正意义上的导师，他雇用我作为他的继任人，在体育协会售票处担任主管，我在那里一共工作了3年。詹姆斯的正直诚信、天生才智和仁慈友善至今对我都有很大的影响。贝尔博士指导我完成了毕业论文，之后成为了著名的经济学家，其全球社会意识在当时十分有名。

早期的标准制定者

约瑟夫 E. 韦尔奇和安德鲁 B. 杨（我在1951年加入惠灵顿基金时，他们分别是总裁、首席执行官和法律总顾问）：这两位导师信任我、培养我，并按照商业和法律的方式教育我，用他们的道德标准和无懈可击的正直诚信激励我。在我的职业生涯中，查尔斯 D. 鲁特有着同样重要的地位，他于1960年加入惠灵顿基金董事会，从1970年直至1989年退休，一直担任独立董事的主席。他在创造“先锋”的重组中发挥了重要的作用；的确，如果没有他的领导，先锋可能永远无法成立。他的操守是“永远不向有关原则的事情妥协”。

投资专家

伯克希尔—哈撒韦公司的沃伦·巴菲特和查理·芒格（他们两人不仅赞赏我的许多看法，更重要的是，他们赞赏我的多本著作）：我很羡慕他们敏锐的投资智慧，以及在金融领域的非凡天赋。同样，我也很高兴能够与温莎基金的约翰 B. 聂夫，米勒创始人保罗 F. 米勒、马弗里克资本的对冲基金经理史蒂夫·加尔布雷斯及AQR资本管理公司的克利夫·阿斯尼斯等英雄拥有坚定的、持久的友谊。他们的崇高品格和投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上的非凡智慧为他们的职业生涯不断地添光加彩。

华尔街

威廉姆 H. 唐纳森、约翰 C. 怀特海和保罗 A. 沃尔克：唐纳森是一个真正创业家，他是机构研究和唐纳森经纪公司、拉夫金·詹雷特公司的创始人之一，也是耶鲁管理学院的创始人；他曾担任纽约证券交易所主席和美国证券交易委员会主席。（多么瞩目的名单啊！）怀特海作为水手参加了1946年的诺曼底登陆，职业生涯中的大部分时间是在高盛度过的，其中将近有十年时间担任高盛联合主席。1984年，他开始从事公共服务，也正是从那时起，他成为沉静领导之道的楷模。沃尔克的多年经验（包括作为联邦储备委员领导为我们国民生活得更好而做出了大胆、困难的决定，现在担任奥巴马总统的经济顾问）、聪慧的头脑、诚实的品德使得他成为美国最受人信任的金融业界领袖之一。正是由于这三位人士的商业道德标准，他们成为了华尔街领袖的最佳代表。然而对美国不利的是，众多追随这三位人士的其他领袖远远无法达到这种商业道德标准。

非营利领域

T. 钱德勒、约瑟夫 M. 托斯拉和理查德·斯坦格尔：在我的投资生涯之外，我尝试着为社区服务，我有将近20年的时间担任布莱尔学院的基金主管，在此期间，大部分时候是与钱德勒和他的妻子莫尼共事的。1989年，我雇用了36岁的钱德勒，他现在是布莱尔学院历史上任职基金主管时间最长的第二人。我还在全国宪法中心担任主席，度过充满严格与激情的7年，与托斯拉和斯坦格尔主席一起工作（托斯拉和斯坦格尔都是罗得岛的学术人物，斯坦格尔现在是《时代》杂志的责任编辑。）布莱尔学院的重建和宪法中心的建立（2003年7月4日开业）使我证明了自己的信念，即我们都有责任将我们在生活中遇到的事物改变得更好。能够与这三位充满智慧的、认真负责的、富有远见的业界领袖工作，我感到非常荣幸，他们身上的智慧比我在商业社会中所遇到的任何人都不差，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可能甚至是都要优秀。

作者

我所熟知多年的三位作者，他们同样也是英雄，这不仅仅是因为他们拥有高超的写作技巧，更是因为他们助人为乐的精神、他们的智慧、和他们作为编辑的高尚精神。威廉·伯斯坦作为一位投资顾问，撰写了许多领域的经典著作，如《投资的四大支柱》、《财富的诞生》、《辉煌的交易》和《投资者宣言》。普林斯顿大学的经济学教授（前先锋总裁）伯顿·马尔基尔最著名的著作是《漫步华尔街》，该书在1972年第一次出版，现在已经是第9版了。[⊖]《格兰特利率观察》编辑詹姆斯·格兰特运用其广博的知识、聪明的头脑、对历史的尊敬以及散文般优美的文字撰写了六部著作，包括《头脑金钱》、《繁荣的麻烦》和两部自传《伯纳德·巴鲁克和约翰·亚当斯》、《一个人的宴会》等。这三位作家和彼得·伯恩斯坦，使我在适当的时候也发挥了一下自己少量的写作天赋，让我希望以后能够继续模仿这种写作方式。

以及其他的一些……

我最后要介绍的英雄是我在投资公司学会一起共事的两位领导，他们也是“Boglehead”学会的创始人。在20世纪70年代前期，我在ICI任主席时，罗伯特 L. 奥根布利克是ICI的总裁。他有着不可泯灭的智慧，是一名出色律师、战略家。我们的工作关系是我职业生涯中最好的一段经历。D. 乔治·沙利文是富达的前任总裁，当我在20世纪60年代早期加入ICI董事会时，他是ICI的主席。他非常聪明、精力充沛、为人热情。他相信指数基金，这个新的产业将会变成行业领头羊，激发了我原本不那么充足的信心。

在最后，我还想介绍一下各方面的英雄们以做结尾：泰勒·拉利莫尔，“伟大一代”组织的一员，曾在第二次世界大战中担任士兵。几年前，当他从私有行业退休后，便一直是发展和领导互联网Boglehead的主力军，

⊖ 目前已经出版第10版了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Boglehead是一群以帮助他人做出正确财务决策为目的的投资者。他们遵循的是基本的投资理念和简单的人文价值，这也是我多年来所推崇的理念。1999年，我第一次见到了泰勒，随后，我很高兴能够与他一起参加Boglehead年会论坛，这个论坛自2001年举办，每年都有150名与会的投资者来进行面对面的会谈和讨论。泰勒是绅士型学术专家的代表，总会用他的聪明才智、协调能力和正直品格来无私地帮助他人。

被吸引的人生

我们每个人生来便具有自己独特的品质和天赋，但是品质和天赋的发展取决于在我们的人生道路上，我们将会遇到什么人、我们将会与谁共事、我们将会得到哪些人或大或小的帮助。约翰·多恩说的很对："没有人是孤岛，大家都是联系在一起的。"我们一起生活、一起学习，如果我们得到了祝福，我们得到的支持来源于那些可以帮助并且帮助了我们充实知识、智慧和性格的人们，也就是我们人性中的善良天使。就如在《先知》中读到的一样："到了我们该奉献自己的时候了。"本书这一部分所列出的英雄就奉献了他们自己，我就是他们的宝贵馈赠的受益者。

在我的第一本书《博格谈共同基金》中，第一句话是："如果我们站在巨人的肩膀上，我们将会比巨人看得更远。"我希望这本书，正如我上一本书一样，反映了巨人们（也就是我的英雄们）的思想和价值观，能够达到"看得更远"的目标。

我得到了这些英雄们无尽的馈赠和祝福。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

DON'T COUNT ON IT

第18章

沃尔特 L. 摩根[⊖]

《纽约时报》，1998年9月4日。

沃尔特 L. 摩根：金融界先锋，享年100岁。

沃尔特 L. 摩根，是金融界的先锋，他创立的早期对冲基金有着70年的历史，经历了多轮熊市和牛市。在他100岁那年的一个星期三，他在宾夕法尼亚的Bryn Mawr医院去世。

摩根先生领导了惠灵顿基金共42年，直到1970年退休。惠灵顿基金的起始资金为10万美元，资金支持者是摩根的亲戚和宾夕法尼亚的商人们，后来基金成为了美国最大的共同基金，拥有资产230亿美元，股东90万人。

1929年股市崩盘前，市场正处于牛市之中，年轻的会计师摩根先生，配置了不同种类的股票、债券和政府证券，他认为这样操作，相比其他基金借钱来购买价值已经普遍高估的股票的做法风险要小。

“太多的投机了，股票价格实在是太高了”摩根先生回忆起了在1929

⊖ 本章根据我在他葬礼上的悼词的基础上撰写，1998年9月5日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年股市崩盘前的一次采访中的情景……摩根先生的基金（最初叫做工业和电力证券公司）在258美元卖出了联合钢铁的股票，随后，发生了大萧条，股价一路狂跌到24美元。摩根后来根据惠灵顿公爵（19世纪的英国将军，曾打败了拿破仑军队）重新命名了基金。摩根说这是因为"在那次崩盘后，'工业'和'电力'这样的词汇不再受投资者的欢迎了"……

在地球上，很少有人会长达一个世纪地为上帝扮演守护者的角色。但是，沃尔特·摩根是一名虔诚的教徒，非常热爱《圣经》，经常向那些在困难中或是疾病中的人演唱圣歌。在他过世时，他躺在绿色的草地上，静静的湖水旁，他的灵魂获得了永生。

沃尔特·摩根曾对我说："我不明白上帝为什么让我活了这么多年？"我对此的回答是："因为上帝知道我多么需要你。"摩根的精神一直支持着我直到今天。这位伟大的绅士在他的一生中都是最主动活跃、精力旺盛的人，并且，在摩根的后半段人生中（将近50年，半个世纪呢），据我所知，他都非常聪明，对周围所有的事物都很感兴趣，经常回忆往事，并且追求对姓名、日期、数字等细节的描述。

在摩根开始他的商业生涯前，他是一名自豪的1920级普林斯顿班的成员，他也有幸成为了普林斯顿班最后一届的学员。普林斯顿在他漫长的生活中占据了很大的一部分，我也很高兴能与我的偶像沃尔特·摩根一样，成为普林斯顿的校友，分享共同的传统和成为"永恒的"老虎（这是只有普林斯顿人才懂的暗语，如果你不懂的话，请原谅我）。

惠灵顿和先锋

很显然，摩根是行业中的一条龙。他的雄心壮志和创业精神使得他创立了惠灵顿基金，并且成为金融界先锋中的领导者。惠灵顿基金是先锋集团的先驱者，是先锋集团必不可少的组成部分，摩根也是在戏剧性的历史中担任了真正的英雄的角色，他将先锋集团和惠灵顿基金两家公司带向了辉煌，使两家公司的名字成为在全球都享有盛誉的名称。摩根

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

非常喜欢拿破仑战争时期中Iron公爵和Nelson联合的这段历史，因此他有了将惠灵顿基金和先锋集团合并的想法，这也是我们这家合资公司历史中永存的文字和图片。

沃尔特·摩根在先锋集团开业的5年前退休了。当摩根全力支持这家新公司时，他意识到这家公司需要一个全新的名字，这让他感到有些遗憾。但他第一次听到"先锋"这个名字时，并不觉得怎么样，而是感觉指数基金是一个"初级和疯狂的想法"。但是，他给予的支持却是不懈的、明确的。我尽最大的努力以使得惠灵顿基金能够像它过去一样生存并繁荣发展，1948～2000年，我一直担任基金董事会主席（其中4年担任高级主席），这52年的主席经历在美国没有什么其他的公司可以比得上。

摩根先生反复向他的门徒们灌输他领导公司（也就是我工作了23年的地方）的原则，这些原则在今天依然是先锋集团的核心特点：

- ▲ 投资配置平衡，股票和债券都要进行投资。
- ▲ 长期观点，从长期关注基金的目标和股东权益。
- ▲ 与客户公平交易，特别是披露信息完整、公平公正、保持低费率等方面。
- ▲ 与我们的两大关联方保持公正、相互尊敬的关系，两大关联方是股东（我们现在也称做客户）和员工（我们现在也称做水手）

鉴于我对沃尔特·摩根先生的无限热爱、敬意和忠诚，在我1999年写的书《共同基金常识》的首版扉页中感谢了他。幸运的是，我设计封面和扉页，并在他100岁生日时发给他看了，那是他生命结束的几个月前。我在题字中写道：

感谢惠灵顿基金的创始人、共同基金业的领袖、普林斯顿校友、我的朋友沃尔特·摩根先生，是他给了我第一个机会，他在任何时候都是那么的忠实可靠，他给了我勇气让我继续前进。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我永远无法忘记他是如何激励我、让我挑战极限，做到最好的。当我对自己缺乏信心时，他便激发出我的自信。在很多方面，他就像我的父亲一样，要求我、给予我、塑造我、关爱我。他死后，有人告诉我说他将我视为自己的儿子，尽管他从没有过自己的儿子。他非常重视价值观，尤其是正直忠诚和无可妥协的诚实，这也加强了我自己的价值观，使我成为一个更好的人。我和其他许多人一样，不敢辜负他的期望。

永远记住第一个给了我机会的人

40年前，由联邦科技赞助的一个极好的广告出现在《华尔街日报》上，标题是“你是否还记得谁给了你第一次机会？”以下是一部分内容的节选：

> 曾经，有人发现了你身上的一些特质，这也是你取得今天成绩的部分原因。这些人可能是深思熟虑的父母、目光远大的老师、要求严格的训练长官或者是赞赏你的雇主……不管这些人是谁，他们都具有两个美好品质：善良和远见，才会在你的未来上下注。在接下来的24小时内，请花10分钟的时间给那些曾帮助过你的人写一封感谢信吧……更实在的是，请花10分钟的时间也给别人一个机会吧。

然后，我就花了10分钟的时间给沃尔特·摩根先生写了一封感谢信。我希望我所写的“他长期的善良和信任帮助我开始了自己的事业”这句话不会显得非常夸张，后来，我写信的时间无疑超过了第二个10分钟。并且我强烈地希望这也会成为先锋集团的一个传统：人们应该被给予机会、应该受到鼓励和尊重。这也正是先锋哲学的中心思想，即“每一个都举足轻重”。这也蕴涵在了自1978年先锋集团员工获得的“优秀奖杯”中。

沃尔特·摩根关心所有的人。他是一个真实的、对上帝诚实且脚踏实地的人。与其他许多的商业领袖不一样，摩根并不自满。他是一个谦虚的人，没有人会认为他在炫耀自己的财富和权利。他关心他人，不是因为他人的地位，而是因为他人的能力。摩根是一个非常慷慨的人，很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

乐于给予他人祝福。

我实在是无法道尽沃尔特·摩根所有美好品质，包括聪慧、优雅、正直、雄心、慷慨、竞争精神、眼界宽广、兴趣广泛等，实在是太多了。但是对于我来说，他最特殊的品质是：对年轻人的赞赏、对年轻人能力的信心，当他认为年轻人有能力做事时便给予他们实质性的责任（也许更恰当的说法是“交给他们去做吧”）。作为我的职业导师，他真的非常棒，毫不夸张地说，他改变了我的人生，使我在未来的发展中，不论是惠灵顿基金的发展，还是先锋集团的创立都做得更好。

时间就像是永不停歇的河流，又送走了一位伟人。但是这位伟人并不是像梦一般，一到天明便消失不见的。相反，他永远活在我们的心中、我们的记忆中和我们的灵魂中，这不仅仅是因为他给身边的人带来的财富，更是因为他通过自己的言行、他的信誉、他的高尚道德使许多根本没见过他的人也感受到了他的光芒。就像圣歌中这么多年保证我们的那样，像圣歌中再次要求我们缺席的人坚持下去的那样，沃尔特·摩根将永存于天堂。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

DON'T COUNT ON IT

第19章

保罗 A. 萨缪尔森

《纽约时报》，2009年12月14日。

保罗 A. 萨缪尔森，经济学家，享年94岁。

保罗 A. 萨缪尔森，美国第一位经济学家，20世纪最著名的经济学者，在一个周六死于马萨诸塞州贝尔蒙特，享年94岁。

他的死讯是由麻省理工学院宣布的，萨缪尔森先生帮助麻省理工学院建立了世界最著名的经济学领域的研究生院之一。

1970年，萨缪尔森先生获得了诺贝尔经济学奖，这是因为他将自己的理念从反思经济学问题变成了解决实际问题，并使用严谨而清晰的数学方法来回答有关原因与后果的经济问题。

萨缪尔森先生撰写了美国教育史上使用最广泛的大学课本之一，《经济学》于1948年第一次出版，在将近30年内都是最畅销的课本，被翻译成了20种文字，在第一次出版后的半个世纪内每年卖出50 000本。萨缪尔森先生曾说："如果我能写出这个国家的经济学课本的话，我不在乎谁写了这个国家的法律，或是改进了其条款……"

我与萨缪尔森先生的第一次会面是在1948年9月份。我在普林斯顿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大学读二年级时，学习了第一门经济学课程，所使用的教科书便是萨缪尔森博士的《经济学》第1版（我将做过笔记的这本书放在了我的书架上，用做装饰）。说实话，我觉得这本书用词直接，对于我这样第一次接触经济学这门课的人来说并不易懂。这门课我的期中成绩是4+（也就是今天的D+）。因为普林斯顿要求我们的平均成绩必须保持在3-以上才可以拿到学位，所以我必须在期末前努力提高，否则我的大学生涯就会结束了。

我也确实付出了努力，在期末时成绩达到了要求，得到了梦寐以求的（尽管就在不及格的边缘）3。我的成绩还在持续提高，中间很大一部分要感谢我得到的一个高分，那是我写的一篇关于对冲基金业的论文《投资公司中的经济学作用》（与萨缪尔森博士的宏观经济学完全不同），最后，我是以优等生毕业。

无价的支持

从1948年年初，我和保罗·萨缪尔森的关系就出现了一个绝佳的转折点。45年之后，在1993年，我请他为我的第一本书《博格的共同基金》题字。他拒绝了，但出乎我意料的是，他说愿意帮我写前言，以下是部分节选内容：

> 医生们要求在香烟包装上注明："警告，吸烟有害健康"。我认为99%的有关个人理财的图书也应该在封面上注明这句话。很少的例外是本杰明·格雷厄姆的《聪明的投资者》。我很荣幸能够为另外一本例外的图书《博格的共同基金》题字：我只是先锋集团一名原始投资人，与许多孩子们一起工作。所以，作为一个没有利益冲突的旁观者，我对他的建议的一些深思熟虑的看法，可能会有些借鉴。博格改变了这个行业的基本发展方向，使它向最优的方向发展。只有很少的人才能得到如此赞誉。

5年之后，也就是我和他相识半个世纪之后，他为《博格共同基金》的第1版写了很好的一篇序言，十年之后，这篇序言又出现在了2009年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出版的10年典藏版的里面，不久，萨缪尔森的生命也就走到了尽头："比博格原书更好的地方就在于重新修订的部分。祝大家用餐愉快！"

但是因为我的原因，我和萨缪尔森先生直到20世纪80年代中期，才在他位于麻省理工学院的办公室里见面。会面中，我们有着一个共识："指数基金"的需求是存在的，它可以拥有美国最大的500家公司的股票，最大化地分散风险，无须支付投资咨询费用，几乎没有投资组合换手的必要，并且还有巨大的成本优势和税率优势。

但我在写普林斯顿的论文时，第一次想到了有关指数基金的好处（共同基金"无法保证其收益将会高出市场平均水平"），但是多年来我却一直忽视它。不过，到了1975年，我觉得这是一个推出世界上第一只指数基金的成熟的时机了，更重要的是这想法得到了保罗·萨缪尔森的鼓励。

判断的挑战

当我阅读到保罗·萨缪尔森在《投资组合管理杂志》第一期（1974年秋）上的主打论文《判断的挑战》时，我受到了他的鼓励。文章中，他谈道："至少，一些大的基金公司为了验证他们的主动投资组合是否有效，而建立了一些跟踪标准普尔500指数的投资组合。……美国基金协会会仔细考虑是否应该让它的会员们建立那种没有业绩压力、没有管理费用、也几乎没有换手的基金。"但是，需要注意的是，也许最不可逾越的困难在于"2万名经济学家可用于投资的钱也许比2万名按摩师还要少。"

论文结尾处，保罗·萨缪尔森明确地说道，那些不同意被动指数基金将会比主动基金表现好的人应该认识到一个"让人不舒服的、残酷的事实"，即没有人可以一直表现出色，这也是所有查阅过公共记录的学术家们的看法。"所有事实被推翻的唯一方法，便是找出相反的证据。"没有任何记录表明有人能够拿出残酷的证据，似乎也没有可能能够出现这些证据。但是，现在给了大家一个新的挑战，创立一个指数基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

面对着这个需求，我无法再往后躲避了。看起来，新成立的先锋集团（还只有几个月大）应该成为这种新的投资逻辑实践的”先锋”，毕竟这种投资逻辑有很强的历史基金业绩支持，在学术界非常著名，在业界却只有很少的人知晓。但是，这也是一生的机遇：证明《投资组合管理》所推崇的基本原则可以用于实践且非常有效，标志着先锋集团的成立将会是行业发展新浪潮中的先锋。凭借着幸运和努力工作，这个想法在我的心中发芽，在我的学士论文中出现雏形，最终成为了现实。

《新闻周刊》专栏

承销的最初结果还是挺不错的，但是并没有出现迹象表明指数基金代表了共同基金行业发展的新纪元的开始。最令人激动的评论就来自于保罗·萨缪尔森。1976年8月，他在《新闻周刊》在专栏评论中写道，他很高兴对于他以前所提到过的挑战（迄今为止，还没有跟踪整个市场的合适基金，没有业绩压力、将佣金、股票换手和管理费保持在合理的最低水平），业界终于有了回应。

现在，将会出现这样一种基金了。他说道：“这比我预期的要更快一些，我的希望得到了反馈。有一个叫做第一指数投资信托的产品快要推出市场了，我看见新的未来。”（现在这只基金叫做先锋500指数基金）。他承认这只基金只满足了他所提出的六个要求中的五条：①普通投资者可以投资；②旨在跟踪涉及面广泛的标准普尔500指数；③年费非常低，只有0.2个百分点；④投资组合换手率很低；⑤“最重要的是，分散程度非常高，在投资组合方差和波动最小的情况下，平均回报最大化。”他的第六个要求，没有销售费用的基金，虽然没有实现，但是他慷慨的总结说：“教授的想法总是很难圆满地全部实现的。”

然而，事实上，萨缪尔森博士的想法在六个月后就实现了。并且，由于非常需要股票经纪商对承销的支持，基金的初始销售费用非常低（比那时公共基金的标准低了许多，少量投资额的6%，如果投资额达到100万美元费率为1%）。但是，先锋集团很快又改变了它的渠道策略。在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1977年2月，先锋基金取消了所有的销售费用，转向了前所未有的“无销售费率”的渠道体系。

相互推崇

在保罗·萨缪尔森和我61年（有争议）的友情关系中，我们也只见过6次面而已。但是，他给我寄过很多笔记，通过很多电话。但他给我打电话时，我会马上拿出黄色的便签和笔，因为我知道他肯定会给我一连串或大或小的想法，帮助改进第一指数共同基金。刚开始的时候，我被吓到了（这是肯定的），但是随着时间的流逝，我感觉到了他的智慧、热情、幽默⊖，以及对能力不如他的人的那份耐心。

我的脑海中出现了一段简短的话：2005年6月末（日期是“仲夏的一天”）他写道：“我带给你的任何小影响，都比不过先锋集团给我的6个孩子和15个孙子孙女带来的影响大。愿达尔文保佑你！”我们之间的相互推崇还体现在我2007年写的书（《投资常识小读本：保证股票市场合理收益的唯一途径》）的题词上。最后一句话是：“在他的第92个年头中，他依然是我的导师，我的明灯，不断鼓舞着我。”

对于我的平凡成绩，他在2005年11月15日波士顿保险分析协会的讲话中给予了非常高的评价：“我认为博格的发明与轮子、红酒、奶酪、字母和古登堡绘画齐名，指数基金虽然没有让博格变得更加富有，但是提高了共同基金的长期收益。在太阳的照耀下，新的事物出现了。”一位巨人（“20世纪最伟大的学术界经济学家”）所说的这些话对我来说意义重大，这是智慧的挑战、是友谊的体现、是不朽的支持，我会将这位伟人永记在心。

⊖ 有一个谬论是：投资者的终极目标是回报最大化。因为是我们不应该忽略风险。萨缪尔森用几乎全是单音节词汇的一句话对这个谬论进行了反驳。“不用再说了，我主意已定。”摘自《银行与金融杂志》第3页，1979年第4期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

DON'T COUNT ON IT

第20章

彼得 L. 伯恩斯坦

《纽约时报》，2009年6月8日。

彼得 L. 伯恩斯坦，股票风险解说家，享年90岁。

彼得 L. 伯恩斯坦是一位经济史学家，将有效市场理论普及化了，并且改变了华尔街的交易行为。在一个星期五，他在纽约长老会/威尔康奈尔医院去世，享年90岁，生前居住在曼哈顿。

伯恩斯坦先生最著名的书籍大部分是在后他人生的最后20年出版的，包括1996年最畅销书籍《反对上帝：有关风险的非凡故事》(John Wiley & Sons）和1991年最畅销书籍《资本的想法：现代华尔街的不可能的起源》(Free Press)。

在这些书和他以前的文章里，伯恩斯坦先生揭示了有效市场理论这种投资策略。投资者们不仅仅是挑选那些看起来可以赚钱的股票，他们还要不断地提高投资组合的多样性，使用复杂的数学公式和学术知识来达到衡量和管理风险的目标……

伯恩斯坦先生是1973成立的彼得 L. 伯恩斯坦公司的创始人，公司的业务是出版简报，帮助富裕家庭和基金会管理财富。一年后，他又创

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

立了《投资组合管理杂志》，这是一本让交易员和学术界人士就有效市场理论进行讨论的一本学术刊物。

彼得 L. 伯恩斯坦以优异的成绩毕业于哈佛大学，并且在第二次世界大战期间任战略办公室官员，战略办公室位于伦敦，是中央情报局的前身。

美国社会的金融领域从来就不是文艺复兴者们非常感兴趣的东西，文艺复兴者们非常聪明，撰写了大量的作品，眼界宽广，学术上有成就，多学科视角，具有企业家精神和提高职业道德标准的使命感。彼得 L. 伯恩斯坦的去世，金融领域的这一部分也慢慢地消失了。今天，我看到只有很少的人能够替代伯恩斯坦，我希望并祈祷我们能够再次看到像伯恩斯坦一样的人出现。

我只要记得，就会去阅读他写的《经济学和投资策略》的文章，这可能并不奇怪，经常有人和我说你的书单可真够长的（可我自己其实并不这么认为）。但是在我阅读的所有读物中，只有他的书我是每一版都在保存着，我阅读了并且收藏了他所有的书，包括《资本的想法》、《黄金的力量》、《反对上帝》、《海洋婚礼》等。这些书都是惊人的产出，主题非常广泛（甚至还有关于伊利运河的）。很难想象，为了写每一本书，他都要做多么多的研究工作。

尽管他写了这么多的书，但其实他是一个热情、聪明、富有智慧的人。我认识他有30年了，与他一起在业界工作，与他一起讨论时事，甚至是鲁莽地挑战他的观点、与他辩论。

然而，在2003年，当他提出"政策投资组合（购买许多非常规资产以迎合某种政策的短期机会主义行为）已经过时了"的时候，我进行了反击，感觉言辞有些过于激烈。在给芝加哥投资分析师的一次演讲中，我将他的新主张表述成"不靠谱甚至是畸形的产物"。这些言辞在金融业，这个充满不确定性的领域里是有些过分的。

彼得镇定而有礼貌地处理了我的批评言论，但是他的处理方式并没有减轻我内疚的心情（内疚不是因为我的想法本身，而是因为我表达的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方式）。所以我伸出了橄榄枝，邀请彼得和他的妻子芭芭拉共进午餐。当我们在公司分手时，我们的友情比以前更进一步了。

慷慨的风度

但是在我看来，彼得的特点不仅仅是那些惊人的成就，描述他的最恰当的词汇是慷慨的风度。在金融领域，有很多论文和研究都得到了彼得的支持、赞美和鼓励，有些甚至是他帮助修改的。我们很多人都得到了他私下的或公开的指点，而我肯定是其中得到最多指点的人。就像做作家和旅行家詹姆斯·格兰特（《格兰特利率观察者》作者）所写的那样："伯恩斯坦的书都是惊人的成就。对那些读者而言，更好的是由于他的慷慨，而写出的那些友谊的文字、那些鼓励和赞赏。他给予许多人这些文字的鼓励。"㊀

当我1993年撰写第一本书《博格的共同基金》时，彼得的推荐是："这本书给所有投资指南类的图书设立了标准……甚至比本杰明·格雷厄姆的《聪明的投资者》还要好"（上帝，彼得可一点也没有夸张呀！）在我2008年那本书《足够》里，他的推荐起了一个新的标题《博格，永远不够》。

但是，彼得给予的不仅仅只是慷慨的鼓励，他还提供一种新的视角，指出了其他人（包括我们作者）可能会忽视的地方。彼得给我写的书《共同基金常识》（1999年）所写的前言中的一段话，就深邃地洞察到了共同基金未来可能会面临的一个越来越严重的结构性问题。

> 为什么说这本书是特别的呢？博格在这本书中写了一些我在其他投资类书籍从来没有看到过的有关投资的东西，因为他讨论了一些总是被其他作者所忽视的敏感问题。我不想去推测为什么这些话题在其他地方没有得到应有的承认，我只是怀疑其他作家的视角比博格要狭窄一些，或者是他们对读者的最佳利益没有像博格考虑得那么多。

㊀ James Grant,"Life Begins at 65," *Grant 's Interest Rate Observer*, June 12,2009.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管我们听到过许多有关公司运转的高明言论，但是买卖双方的利益矛盾始终存在于我们的经济体系中。博格的目标就是建立一种商业模式，最小化引起这些利益冲突的因素，以达到为顾客赚钱的首要目的……这本是一项容易的工作。但是，由于博格给自己设定的这个任务非常复杂，这可以帮助他从一个特殊的视角来观察竞争。本书所传达的一个明确而清晰的信息就是，博格并不赞同他所观察到的现象。

我们必须将投资管理行业（没错，这是一种职业，但更是一个行业）看成一种商业，并且在经济体系的整体框架中来观察它。博格对于用不同寻常的智慧来思考如何投资和如何理解资本市场的技巧，已经给了我们充足的理由来阅读这几页内容。但是，本书中最重要的信息是个人投资者的财富变化与资产管理行业的结构密不可分。

站在巨人的肩膀上

我们都需要力量前进下去。彼得 L. 伯恩斯坦的慷慨不仅给予我们这些撰写思考如何投资的人前进的力量，并且给予了我们朝真理和理性前进的方向。对我来说，这就是他给我的最伟大的遗产，甚至比那些卓越的思想，以及组织得无可挑剔、描述得无比精确的大量文字和想法更加珍贵。

当我们站在彼得 L. 伯恩斯坦的肩膀上时，就像我们金融业内的其他人（从业人员、学者、小说家、作家）一样，我们站在这个时代真正的投资巨人的肩膀上。当这些肩膀不再以物理的形式存在时，他们永远都以精神的形式存在着，支持着我们，为下一代提供看问题的视角、智慧和鼓励。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第21章

伯纳德·雷恩医学博士

《纽约时报》，1985年10月12日。

诺贝尔和平奖授予反战的医生。

1985年的诺贝尔和平奖因反对战争被授予了国际医师组织，一个由美国和苏联医生组成在波士顿成立仅5年的组织。

该医师组织有会员135 000人，遍布41个国家和地区获知这个奖项当天，该组织的美国共同创始人伯纳德·雷恩医生，立刻呼吁里根总统停止所有的核测试。 该组织的另一个创始人Yevgeny I. Chazov博士，是苏联最高领导人的私人医师。

挪威诺贝尔委员会，在宣布获奖者为医师组织时，声称该组织已经“通过发布权威的信息和引起对原子战争后的灾难结果的警惕，为人类完成了相当大的服务”。

64岁的雷恩博士被认为是研究突发性心脏病死亡的先锋。他是哈佛大学公共健康学院一位心脏病学的教授，并且是伯明翰的医生和波士顿妇女医院的医生。他发明了用来震动受损害的心脏时期再次跳动的电震发生器，“他是杰出的、雄辩机智的、不屈不挠的”心脏病专家Alexander

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说，“他有着令人难以置信的经历和敏锐的智慧”。

伯纳德·雷恩有着最让人难以忘怀的特征，他的路径已经贯穿了我的一生。他是一个使我们这个星球因之不同的人。在他的鼓舞人心的2008年的书《完美处方》中，伯纳德描述了一个我最喜欢的来自莎士比亚的《亨利五世》的一部分的篇章。Glendower吹嘘道：“我可以从广袤的地下召唤灵魂”。Hotspur回答说：“为什么我也能，为什么其他人也能。但是当你召唤他们的时候，他们真的会来吗？”

通过Hotspur，伯纳德指出当我们大多数人大胆地召唤灵魂的时候，极少数的人能够有召唤并使灵魂出现的能力。伯纳德当然是这些极少数人中的一个。他已经能够召唤这个世界的灵魂（让我们称之为全球公民的共同观点）去采取行动反对核疯狂，并且这个灵魂真的出现了。伯纳德像很多人类一样，已经使我们的世界更好了一些。

我和这个伟大的心脏病专家的关系相比较人类之名的宏观成就，更专注于他的微观成就：振作病人的精神并使之站起。凭借他有影响力的性格以及聪明的大脑，雷恩已经延长并帮助了数不清的病人——那数以千计的渴望照顾的病人，寻求他们复杂的运转不灵的心脏的解决办法。这些人不仅寻找一种安心，并寻找一个可以活得充实，获得有活力，获得有意义的机会。

虽然我只不过是雷恩医生众多病人中的一员，我仍可以很负责任地说我欠他一条生命。1960年在我的第一次心脏病发病之后，我被更加严重且不明原因的心律不齐所困扰。在1967年寻求治疗中，我被送到了Clevenland诊所。被告知一个叫起搏器的发明可能治好我的病，所以这个大盒子及时地移植到了我的胸腔内。令人欣喜的是，我在这次手术后罕见地活了下来。糟糕的是，这些钛螺栓在我心房中似乎是鼓励而不是阻止疾病发作。当我决定寻求帮助，我请当地的一些医生帮我寻找国内领先心脏病专家。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进入超人

瞧，进入超人，虽然动画片里不是披着斗篷的十字军而是穿白色外衣的医药领域的专家，一个具有压倒性能力的人。我仍惊讶于雷恩医生的第一次拜访，他和实习生同事一起，来到我在古老的波士顿伯明翰医院的病房中。还有他温暖的手，让我深呼吸的命令，对我胸部的拍打，听诊器的触碰，锐利的双眼，慈悲的容貌，温柔却坚定的声音，自信的言语。但是至今不能忘怀的是当雷恩医生坐在我的床边，除了我、我的心脏、我的健康之外，他什么都没有想。多么专注啊。如果关于存活有一个单一的信息，那么这个信息就是找一个对你从灵魂深处相信的医生。

最近雷恩医生这样评价我的过去："当我们第一次见面的时候，约翰被奇怪的电波心跳错乱所折磨，威胁着他脆弱的心脏。我给了他烈性的葡萄酒，他勇敢地喝掉了。他一心一意地活着并有着生机勃勃的精力。幽默感减轻了现实的恐惧，他开玩笑说带着随身的电震发生器和气馁的对手玩壁球。"没有伯纳德·雷恩医生的鼓励，我不能想象我能挺过那险峻的疗程。

他的照料以及同情让我坚持，但是我的心脏继续不可避免地恶化。现在我的胸口还隐隐作痛，体育活动也无法参加，心脏的右侧不再跳动，死亡的阴影在附近笼罩。不过，那是一个好消息，最后我不可避免地进行了心脏移植手术。我在1996年2月21日接受了我的新心脏。14年后，我的心脏依旧跳动，一次接着一次，像是丛林鼓在敲打。上天为我提供了一个无限微小的机会、一次重生的机会。所以，仍然还在这个地球上是一种上帝的恩惠。感谢伯纳德·雷恩医生，重申他的价值。

终于我被选中进行了心脏移植手术！并在1996年2月21日接受了我的新心脏。14年后，我的新心脏仍在分分秒秒地跳动着，就像丛林大鼓在敲打。上天将给予极少数人的东西——第二次生命赠与了我。因此我十分荣幸能够留在这个地球上，并表彰伯纳德·雷恩医生，感谢他，重申他极高的价值观，我曾努力将他的这一价值观带入到我自身的专业领域中来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

医学和金融

你肯定会疑惑什么价值观是为医学领域和金融学领域所共有？在最理想的状态下，他们都涉及专家和顾客间不可侵犯的关系。雷恩医生照料着病患的身体和灵魂；而我则照看着顾客的财务健康，并且，我们都十分关心各自专业领域职业道德的堕落现象。在《共同基金常识》这本书中，我用雷恩医生关于他毕生事业的一番谈话来讨论我的基金事业。

> 医疗业（投资管理行业）是在医生和病患（受托人和顾客）的信托契约上建立的道德企业。医生（受托人）的基本任务是为了促进（增加）其病患（顾客）的健康而工作，这个关系的核心是希望医生（受托人）能比任何其他第三者都要优先地首先满足病患（顾客）的需要。

雷恩医生发现他的事业与我的事业间的共同点："我长期以来都认为所有有价值的行为都存在着道德核心，"并慷慨地赞扬我说："在累积财富的过程中约翰·博格一并得到了伦理的内核。在新心脏的保佑下，他能够继续教给我们关于勇气、尊严和正直的意义。"而上述这些品质恰恰又都是伯纳德·雷恩教给我的，若我没有努力地在我一生的事业中达到他如此崇高的标准，我又怎敢面对我又敬又爱的医生呢？

伟大的作家

除去他作为人道主义者、心脏病专家、研究者、发明家和康复医生的非凡才能，现已89岁高龄的雷恩医生还是一名真正伟大的作家。作为一名13岁从立陶宛移民到美国的年轻人，他也许具有丰富多彩的写作天赋，又或许由于在起跑线上就落后了他的美籍同胞，故而他需要一项特殊的才能。他出版的三本著作都获得广泛的称誉：《抢救心脏》（*The Lost Art of Healing*）（1966），《边学习边艺术》（*Practicing the Art While Mastering the Science*）（1995），以及《完美处方》（*Prescription for survival*）（2008）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些年间他给我写的信件折射出了丢失已久的通信的艺术。（特别是在近期，电子邮件和即时信息中没有大写和标点符号的俚语占据了手写交流的大部分）。他作为一名作家的天赋，以及他对我们之间半个世纪以来美好关系的感想，都淋漓尽致地总结在了他描述他的事业的这段话中：

在和病患相处的50年传奇里，我从他们身上学习到的远比我对他们了解得多。我们很少能够比约翰·博格表现得更加充分。我们的首次碰面是在40多年前，当时的他已经日薄西山。早先我就认识到他并不是一个短跑者，而是具有长期潜力。他对生命的长期坚持来自于他坚信活着的每一天都拥有值得庆祝的胜利。这些年间，严重的病痛从未击垮他不可战胜的意志，也没有消磨掉他充沛的能量，更加没有削弱他敏锐的创造力。我治病救人的目的就是，通过竭尽想象之乐观态度来孕育希望……在我临床实践的这些年间，我从未遇见过像约翰·博格那样，能够如此贯彻马可·奥勒留式禁欲主义并认识到了我们短暂生命的奥义，即每一次心跳，都要无所畏惧地活着，在惊叹和肯定中拥抱生活[⊖]。

在此我要重复我最爱的披头士的一首歌，用一个从莎士比亚到披头士的大胆飞跃来结束此番赞扬。如果你首先想到的是“伯纳德”而不是“嗨，朱迪”，你就是真正明白了。让我们用一点小小的想象来聆听这熟悉的旋律：

伯纳德，你已经做得很好了
你接过伤感的歌曲并使之变得美好
我们记住是你让世界变得美好
接着你又开始……使生活更美好
更美好，更幸福，哦
啦，啦，啦，啦，啦，啦，啦

⊖ 选自于雷恩和博格之间的信件。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

啦，啦，啦，啦，伯纳德

然后再次重复：

接着你又开始……使生活更美好
更美好，更幸福，哦
啦，啦，啦，啦，啦，啦，啦
啦，啦，啦，啦，伯纳德

无论是从世界、病患还是从我自己的角度来说，伯纳德·雷恩都让我们的世界更美好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

译者简介

宋三江　男，经济学硕士，国内知名基金理财专家，现任信达澳银基金管理有限公司副总经理兼销售总监，先后在国有商业银行、证券公司、基金公司工作20年，曾任CCTV财经频道理财教室特约讲师，中国金融理财标准委员会、清华大学和武汉大学EDP中心特约讲师，上海交通大学高级金融学院职业导师，先后撰写出版《三江讲基金》、《基金理财之道》两本专著，宣讲出版《基金投资18大攻略》、《定期定额定终生》两张DVD光盘，牵头翻译出版《贵宾理财之道》、《彼得·林奇教你理财》、《笑傲股市》和《投资者宣言》四本名著。

屠炜颖　女，上海交通大学高级金融学院全日制硕士，研究生专业金融学，本科专业医疗器械工程，辅修专业国际经济与贸易，硕士期间先后实习于汇丰银行、上海银监局、申万证券研究所。

吴天雷　男，CPA、CFA、上海交通大学高级金融学院MBA，2005年毕业于上海交通大学会计学专业，先后就任于国际知名会计师事务所以及国际知名投资银行，目前在国内某私募基金任职投资经理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

先锋基金创始人约翰·博格为我们提供了一种分析问题的全新视野，在本书中，他认为修复危机最重要的是建立一个新的信用社会——机构资金管理者将客户的利益作为最优先的考虑。近些年来国内金融体系的发展也遇到瓶颈，本书中文版的推出对于国内资本市场从业者而言颇具参考意义。

周道炯
中国证监会前主席

约翰·博格作为美国基金行业的先驱者之一，始终以怀疑和批判的眼光，关注着美国基金行业的新变化，并提出自己的反思和批评，在这些批评和怀疑之后，可以从另一个侧面看出约翰·博格对自己所理解和坚持的基金行业信仰的坚守。

巴曙松
国务院发展研究中心研究员、博士生导师，中国银行业协会首席经济学家

约翰·博格这本书的推出非常及时，他透彻的见地与投资从业者道德标准的坚持，对重构我们破碎的金融体系来说至关重要。长期以来，资本市场充斥着太多自私自利的竞争、混淆是非的误导以及无限制的贪婪，这将他的真知灼见淹没于喧嚣的杂音中。品读、学习并支持博格的真诚布道吧，对他来说，通过布道改革投资行业是他倾注心血的毕生事业。

保罗·沃尔克
总统经济恢复顾问委员会主席，美联储前主席

在资本市场的漫长历史中，恐怕再没有一位像约翰·博格这样的布道者了，他以深刻的智慧向全世界投资者传授平实易懂的金融常识。这本他精彩观点的论集，特别是那些在今天的危机发生前的先见性指导，对于那些真正关注我们金融体系未来的人来说，是一本不可多得的佳作。

亚瑟·李维特
美国证券交易委员会（SEC）前主席

在整个金融界找不出第二个像约翰·博格这样的明白人了。

纳西姆 N. 塔勒布
畅销书《黑天鹅》作者

客服热线：
(010) 68995261, 88361066
购书热线：
(010) 68326294, 88379649, 68995259
投稿热线：
(010) 88379007
读者信箱：
hzjg@hzbook.com

华章网站 http://www.hzbook.com
网上购书：www.china-pub.com







www.wiley.com



定价：108.00元（上下册）